

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

POLITIQUE MONÉTAIRE  
DES ÉTATS SCANDINAVES  
DEPUIS 1914  
ET  
SPÉCIALEMENT DU DANEMARK

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le 30 Mai 1930, à 2 heures*

PAR

**René AGOMBART**

---

*Président :* M. OUALID, Professeur.

*Suffragants :* { M. LESCURE, Professeur.  
M. MAUNIER, Professeur.

---

BAR-LE-DUC

IMPRIMERIE ED. JOLIBOIS, S. A. R. L., BOULEVARD DE LA BANQUE, 55

---

1930





Digitized by the Internet Archive  
in 2026



FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

POLITIQUE MONÉTAIRE  
DES ÉTATS SCANDINAVES  
DEPUIS 1914  
ET  
SPÉCIALEMENT DU DANEMARK

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le 30 Mai 1930, à 2 heures*

PAR

**René AGOMBART**

---

*Président :* M. OUALID, Professeur.

*Suffragants :* { M. LESCURE, Professeur.  
M. MAUNIER, Professeur.

---

BAR-LE-DUC

IMPRIMERIE ED. JOLIBOIS, S. A. R. L., BOULEVARD DE LA BANQUE, 55

---

1930



**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.**

## INTRODUCTION

---

*En 1914, lors de la déclaration de guerre, la monnaie dans la plupart des pays européens était sensiblement à la parité-or.*

*Avec les hostilités, la situation économique générale, et partant la situation financière de chacun d'eux se modifie. Il n'y a plus désormais un concert de nations européennes toutes organisées pour la production de richesses, mais des belligérants et des neutres.*

*1° La production industrielle et agricole des belligérants est entièrement consacrée aux besoins de la défense nationale.*

*Par conséquent, ces états, autrefois producteurs d'objets fabriqués et fournisseurs de matières premières, disparaissent des grands marchés commerciaux. C'est aux neutres à les remplacer dans l'économie mondiale.*

*2° La production des belligérants devient insuffisante pour eux-mêmes. D'une part, la guerre fait naître des besoins nouveaux et amplifie ceux qui existaient déjà. D'autre part, elle diminue les moyens de production : la main-d'œuvre disponible se rarifie sans cesse, un certain nombre de régions industrielles et agricoles qui se trouvent aux abords des champs de bataille ne sont plus en état d'être exploitées.*

*Le seul remède à cette situation est de se fournir chez les*

neutres, car il n'est guère possible pour les belligérants d'accroître une production qui se trouve diminuée du fait même qu'ils sont belligérants.

3° L'accroissement des besoins économiques mondiaux et la substitution d'un certain nombre de pays à d'autres comme producteurs et fournisseurs de l'économie mondiale générale, modifie la situation financière des états et crée des besoins monétaires nouveaux chez les belligérants acheteurs et chez les neutres vendeurs.

Les pays en état de guerre commencent par financer leurs achats nouveaux et, achetant plus qu'ils ne vendent, s'appauvrissent. Les neutres fournissant plus qu'ils ne consomment, s'enrichissent, tout au moins momentanément : en effet, nous verrons plus loin, spécialement en ce qui concerne le Danemark, que cet enrichissement provoquant une imprudente distribution de crédits, fut en définitive la cause des difficultés économiques que traversa ce pays.

Les Etats Scandinaves, Danemark, Suède et Norvège jouèrent pendant la guerre un rôle économique des plus intéressants, étant donné leur situation géographique, le développement de leurs échanges internationaux antérieurs et l'importance du tonnage dont ils disposaient pour effectuer les transports maritimes européens.

---

# LE DANEMARK



## CHAPITRE PRELIMINAIRE

### **Situation géographique et économique.**

---

Le royaume de Danemark couvre une superficie de 43.000 kilomètres carrés depuis 1919, époque à laquelle lui a été rattaché le Slesvig septentrional (1).

Il est divisé en deux parties : la péninsule du Jutland (30.000 kilomètres carrés), les îles (13.000 kilomètres carrés) dont les principales sont Fionie, dans laquelle se trouve Copenhague la Capitale, Laaland, Falster, Seeland, et Möen.

Sa population de 3.500.000 habitants, dont 731.496 pour la seule ville de Copenhague, place le Danemark parmi les pays à forte densité (106 habitants par kilomètre carré).

L'activité de la population se répartit ainsi, par profession :

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| Agriculture .....                        | 1.074.000 |
| Pêcheries .....                          | 40.000    |
| Industrie .....                          | 942.000   |
| Commerce et banques .....                | 322.000   |
| Entreprises et transport .....           | 221.000   |
| Professions libérales et administratives | 184.000   |
| Domestiques .....                        | 207.000   |
| Rentiers .....                           | 278.000   |

(1) Le Slesvig septentrional, de toute antiquité de race et de population scandinave, avait été annexé à l'Allemagne en 1864.

Le Danemark est un pays essentiellement agricole et les cultures couvrent 33.000 kilomètres carrés, soit plus de 76 % de la superficie totale.

Les principales cultures sont :

Les céréales (1) 1.271.000 Ha (2) produisant 2.656.000 tonnes.

Les pommes de terre

et légumes 465.000 Ha d° 23.147.000 tonnes.

Les pâturages 863.000 Ha d° 7.400.000 tonnes.

La grande richesse du pays est l'élevage. Le bétail danois comprenait en 1927 :

|                                    |               |
|------------------------------------|---------------|
| 550.000 chevaux .....              | (567.000) (3) |
| 2.838.000 bêtes à cornes (4) ..... | (2.462.000)   |
| 3.122.000 porcs .....              | (2.497.000)   |
| 233.000 moutons .....              | (514.908)     |
| 18.524.000 poules .....            | (15.154.000)  |

Malgré l'importance des récoltes de céréales, l'existence d'un cheptel aussi important oblige le Danemark à importer une grande quantité de céréales et de tourteaux, et pour l'année 1927, les importations de ces produits dépassèrent les exportations de 1.600.000 tonnes.

Les principales industries du pays sont des industries agricoles : minoteries, fabriques de conserves et de produits ali-

(1) Le blé ne couvre que 83.000 hectares; par contre, l'avoine en couvre 454.000, le maïs 232.000 et l'orge 279.000.

(2) Les chiffres donnés sont ceux de 1927.

(3) Les chiffres indiqués entre parenthèses sont ceux de 1914.

(4) Dont 1.480.000 vaches laitières.

mentaires, distilleries, laiteries et crémeries, sucreries, abattoirs, brasseries et tanneries.

Un pays qui, comme le Danemark, a une production essentiellement agricole, souffre du manque de matières premières et de la pénurie de produits fabriqués de première nécessité, doit nécessairement avoir un commerce extérieur très développé.

D'autre part, le Danemark a une position privilégiée : placé entre la mer du Nord et la Baltique, en avant garde des autres pays scandinaves, des pays baltes, de la Russie occidentale et de la Prusse orientale, il est en quelque sorte leur fournisseur.

Le port de Copenhague est un des plus grands ports Européens, dont la situation exceptionnelle est encore renforcée par l'existence d'un port franc créé en 1894 et de magasins généraux bien agencés dont l'origine remonte à 1797.

La loi douanière actuellement en vigueur remonte à 1924 (1) et elle est très libérale (2). Entrent notamment en franchise : les animaux, les denrées alimentaires, les céréales, le charbon, le coke, le fer et l'acier, les essences et huiles lourdes.

Ces produits constituent d'ailleurs la plus grande partie des marchandises importées, les exportations consistant spécialement en animaux et en produits alimentaires : beurres, œufs, fromages, céréales et tourteaux.

(1) Cette loi, à part un relèvement assez important des droits sur certains articles de luxe, n'a d'ailleurs guère apporté de modifications à la loi précédente de 1908.

(2) La plupart des droits ont un but fiscal plus que protecteur.

Les principaux clients et fournisseurs du Danemark sont :

|                 | Importations | Exportations |
|-----------------|--------------|--------------|
|                 | —            | —            |
| L'Allemagne (1) | 30 %         | 7 %          |
| L'Angleterre    | 21 %         | 64 %         |
| Les Etats-Unis  | 14 %         | 1 %          |
| La Norvège      | 2 %          | 6 %          |
| La Suède        | 7 %          | 4 %          |

D'autre part, le Danemark est une grande puissance maritime et les ressources qu'il tire du fret ont une influence significative sur sa balance des comptes. En 1927 la flotte danoise avait un tonnage de 1.116.993 contre 867.464 fin 1914.

La monnaie nationale est la couronne, équivalant à 1,39 fr. de la loi de germinal an onze : elle se divise en 100 øre.

La « Banque Nationale » est le seul institut d'émission. Son origine remonte à 1833. D'abord Banque d'Etat, elle fut, en 1848, constituée en société anonyme au capital de 27 millions de couronnes pour une période de 90 ans. La loi du 12 juillet 1907 prolongea le privilège de la Banque Nationale.

Le capital de la Banque est de 27 millions de couronnes.

A la fin de chaque exercice, avant toute distribution de dividende ou même dotation de fonds spéciaux, il est attribué à l'Etat une somme de 750.000 couronnes et affecté 5 % aux réserves jusqu'à ce qu'elles atteignent 30 % du capital social.

La Banque est autorisée à émettre une aussi grande quantité

(1) Les chiffres donnés sont ceux de l'année 1927.

de billets que l'activité industrielle et commerciale de la nation peut le réclamer. Mais ce droit suit un certain nombre de limitations : l'émission de billets ne doit pas excéder le double de l'encaisse métallique ; d'autre part la banque doit avoir en sa possession, dans la proportion de 125 % un certain nombre de bons et sûrs effets (1) pour servir de garantie aux billets non couverts par l'encaisse.

(1) Titres hypothécaires.

Lettres de change intérieures et extérieures.

Montant des comptes créditeurs chez les correspondants de la Banque Nationale à l'étranger.

Obligations cotées officiellement en bourse, ces derniers effets ne devant pas dépasser une somme totale de 6 millions de couronnes.

Loi du 12 juillet 1907, art. 7, § 1<sup>er</sup> et 3.

---



## PREMIÈRE PÉRIODE

de 1914 à 1919.

---

### CHAPITRE PREMIER

#### Valeur externe de la couronne.

---

§ 1<sup>er</sup>. — DE JUILLET 1914 A AVRIL 1915.

En 1914, la réserve d'or de la Banque Nationale de Danemark était, fin juin, de 82 millions de couronnes ; fin juillet, elle n'était plus que de 78 millions, soit une diminution de 4 millions de couronnes ou de 5 %.

Par contre la circulation fiduciaire s'élevait aux mêmes dates à 153 et 156 millions de couronnes pendant que le stock de devises étrangères détenu par la Banque passait de 32 à 30 millions de couronnes.

Sans être véritablement inquiétante, cette situation alerta la Banque et le 31 juillet (1) elle relevait son taux d'escompte de 5 à 6 %, procéda classique des banques d'émissions pour parer à une sortie d'or exagérée (2).

(1) Alors que le taux d'escompte de la Reichsbank passait de 4 à 6 % et celui de la Banque d'Angleterre de 4 à 8 %.

(2) Le 3 août 1914 la Banque Nationale de Danemark éleva encore d'un point le taux de son escompte, pour peu de temps d'ailleurs, car le 10 août il était de nouveau ramené de 7 à 6 %.

Ce même jour, le Directeur de la Banque mettait le ministre des finances au courant de la situation (1), ajoutant cependant qu'il ne semblait pas que l'on dût craindre, durant les premiers temps du moins, des difficultés pour la couverture des billets.

Néanmoins la loi du 2 août 1914 libéra la Banque de son obligation d'échanger les billets contre de l'or. Le Danemark suivait par là une mesure à peu près communément adoptée par les banques d'émission des états belligérants et des états neutres. Redoutant l'avenir, il prenait ses précautions pour sauvegarder sa réserve d'or.

Au cours forcé, la loi du 6 août ajoute l'interdiction d'exporter l'or et l'argent.

En conséquence, le pouvoir régulateur de l'or disparaissait et par là, la corrélation, qui, dans un pays sous le régime de l'étalon-or, existe entre la valeur interne et la valeur externe de la monnaie (2).

La valeur interne du papier-monnaie allait subir toutes les

(1) Lettre de la Banque Nationale de Danemark au ministre des finances (cf. Ussing : National-Banken).

(2) La valeur externe de la monnaie est l'expression de la valeur de celle-ci par rapport à l'or.

La valeur interne de la monnaie est sa situation par rapport au niveau des prix intérieurs ou encore son pouvoir d'achat à l'intérieur.

Sous le régime de l'étalon or, si ces deux valeurs ont tendance à s'écarter l'une de l'autre, cet écart signifie qu'une quantité d'or déterminée peut servir à acheter plus ou moins de marchandises dans le pays en question qu'il ne sera possible d'en acheter dans un autre; et, ou bien l'or s'y portera pour élever le niveau des prix ou au contraire il s'expatriera contribuant ainsi à l'abaissement du niveau des prix.

fluctuations des prix intérieurs, lesquels étaient d'ailleurs en grande partie fonction de la quantité des moyens de paiement mis à la disposition de la nation.

Quant à sa valeur externe, l'or ne pouvant plus agir et empêcher le cours du change de baisser, elle allait être purement et simplement fonction de la loi de l'offre et de la demande.

Tant que le commerce international resterait libre et que les échanges pourraient s'effectuer librement, la valeur externe de la devise danoise pouvait être supérieure à sa valeur interne si les besoins de l'étranger étaient supérieurs aux moyens de paiement à sa disposition. Elle devait lui être inférieure dans le cas contraire.

Du jour où le commerce international subirait des entraves, le cours du change ne serait pas uniquement fonction de l'offre et de la demande de la devise. Il pourrait se trouver momentanément abaissé ou élevé par telle ou telle mesure restrictive.

\* \* \*

La suppression de la convertibilité des billets au Danemark sauvegardait évidemment la réserve d'or de ce pays, mais ne pouvait empêcher la valeur externe de la devise de baisser. Elle intervenait en effet à une période d'exode de l'or, autrement dit à une époque où la situation commerciale et financière

du pays, considérée du point de vue international, n'était pas spécialement brillante (1).

Dès le 2 août 1914, la devise danoise baissa sur toutes les autres places, même sur les marchés allemand, autrichien et russe.

Cette baisse ne devait d'ailleurs atteindre son point culminant que le 26 février 1915 avec le cours de 19.50 pour la livre et le 1<sup>er</sup> mars avec le cours de 4.13 pour le dollar (2).

Vers octobre, toutefois, la baisse du change danois — qui, d'ailleurs, par rapport au mark allemand, à la couronne autrichienne et au rouble, se maintenait au-dessus de sa parité or — s'était arrêtée.

Sur le tableau ci-contre apparaissent les fluctuations des cours du change pour la période juillet 1914 à juillet 1915.

La baisse de la devise danoise par rapport à la livre sterling et au dollar apparaît au premier abord être la conséquence de l'insuffisance de devises étrangères à la disposition du Danemark.

Telle est l'opinion que formulait la « commission des

(1) Depuis septembre 1911 le taux d'escompte de la Banque Nationale n'était jamais descendu au-dessous de 5 %. Par deux fois dans le même laps de temps, celui de la Banque d'Angleterre était descendu à 2 1/2 % et n'avait jamais dépassé 4 1/2.

La conséquence de cette différence dans le taux de l'escompte entre les deux pays avait été une demande particulièrement importante de produits anglais de la part du Danemark au détriment des marchandises indigènes, plus chères. Et c'est ce qui a influencé sur la balance du commerce et la balance des comptes du Danemark à cette époque.

(2) Le pair était de 18.16 couronnes pour la livre et de 3.73 couronnes pour le dollar.

LE CHANGE DANOIS DE JUILLET 1914 A JUILLET 1915<sup>(1)</sup>  
(moyenne mensuelle)

| Années            | Franc | Livre ster. | Dollar | Mark all. |
|-------------------|-------|-------------|--------|-----------|
| Pair.             | 72.00 | 18.16       | 3.73   | 88.89     |
| 1914 Juillet..... | 72.65 | 18.25       | 3.75   | 89.05     |
| — Août.....       | 73.00 | 18.35       | 3.76   | 89.20     |
| — Septembre.....  | 74.00 | 18.60       | 3.85   | 89.10     |
| — Octobre.....    | 76.00 | 18.80       | 3.86   | 86.00     |
| — Novembre.....   | 76.50 | 19.00       | 3.95   | 84.00     |
| — Décembre.....   | 77.50 | 19.10       | 4.00   | 87.00     |
| 1915 Janvier..... | 77.50 | 19.20       | 4.05   | 87.25     |
| — Février.....    | 78.50 | 19.25       | 4.08   | 86.00     |
| — Mars.....       | 77.00 | 19.45       | 4.10   | 83.75     |
| — Avril.....      | 74.00 | 19.30       | 4.00   | 81.00     |
| — Mai.....        | 72.50 | 18.55       | 3.90   | 79.00     |
| — Juin.....       | 70.00 | 18.30       | 3.85   | 77.50     |

(1) Chiffres donnés par les « *Statistiske Aarbog* » de 1914 et 1915.

changes » dans sa réunion du 27 août 1914 : « il sera impossible de trouver durant les mois prochains la quantité de devises étrangères nécessaires pour payer les importations de céréales et de denrées alimentaires qui doivent compléter les réserves du pays, spécialement pour celles qui proviennent d'Amérique » (1).

C'est pourquoi le gouvernement venait de se faire accorder un crédit en dollars de 4 millions de couronnes pour faciliter

(1) Voir le recueil des lois du Danemark, exercice 1914-1915, page 889.

le paiement des importations de céréales et un crédit de 84.000 livres sterling pour payer les intérêts de la dette d'Etat contractée à l'étranger.

Cependant la commission des changes, dans son même rapport du 27 août, ajoutait qu'en réalité le Danemark ne manquait pas de devises étrangères, mais qu'un concours de circonstances (1) les rendaient momentanément assez rares sur le marché des changes (2).

Cette pénurie de devises étrangères, surtout de livres anglaises et de florins hollandais semble toutefois avoir eu deux causes principales. D'une part, le Danemark avait à rembourser d'importants crédits, spécialement sur Londres et Paris. D'autre part, il y avait sur la place de Copenhague une forte demande en livres sterling et en francs du chef de la Suède et surtout de l'Allemagne.

Il était naturel, en effet, que les industriels et commerçants allemands aient cherché à se procurer dans les pays scandinaves les livres sterling dont ils avaient besoin pour payer les approvisionnements qu'ils recevaient par l'intermédiaire du Danemark ou qu'ils faisaient venir des pays méridionaux mais

(1) Par exemple : la rupture de l'arbitrage international qui avait pour conséquence un accroissement des demandes en sterling sur le marché danois ; demande de crédits à court terme de la part de l'Allemagne, de l'Angleterre et de la France ; nécessité pour le Danemark de rembourser certaines avances qui ne lui étaient plus renouvelées ; spéculation ; réserve sur laquelle se tenaient les détenteurs de devises.

(2) Cette situation n'était d'ailleurs pas spéciale au Danemark, et en Angleterre le Ministère des Finances et la Banque d'Angleterre résolurent, pour alléger le marché des changes et faciliter la tâche des exportateurs indigènes, d'escompter leurs traites sur l'étranger.

qu'ils devaient payer en livres. Les marks n'étant plus demandés par le marché international devaient forcément être absorbés par le Danemark.

En ce qui concerne la première cause, il est incontestable que les crédits accordés au Danemark et qui devaient être remboursés par lui ont eu une influence tout à fait significative sur le cours des changes à cette époque. Toutefois cette cause ayant un caractère exceptionnel ne pouvait être que passagère.

Dans le rapport sur la situation de l'industrie danoise pour la période 1915-1918 (1) la dette des firmes commerciales et industrielles danoises, au début de la guerre, est estimée entre 150 et 200 millions de couronnes.

D'autre part le numéro de 1915 de la « Revue de l'Economie Nationale danoise » (2) donne le chiffre de 70 millions de couronnes et ce nombre est certainement plus exact que les précédents.

En effet, les recherches effectuées par la Banque Nationale de juillet 1914 à janvier 1915 sur les dettes et les avoirs des banques danoises envers l'étranger font apparaître une somme d'environ 50 millions de couronnes et ce chiffre correspond aux renseignements donnés par le département de la statistique pour l'année 1912.

De plus, il semble exagéré de prétendre que la dette des

(1) Voir la page 3 de ce rapport.

(2) *Tidskrift for Lands ö Konomi*.

firmes privées envers l'étranger était de 3 à 4 fois plus élevée que celle des banques.

Les chiffres de 50 millions pour les dettes des banques et de 20 millions pour celles des firmes privées donnent un rapport entre ces deux catégories qui paraît exact.

A cette époque ce n'était qu'une vingtaine de millions environ qui venaient à remboursement. Un assez grand nombre des emprunteurs bénéficiaient d'ailleurs de prolongations de crédits que leurs créanciers leur accordaient sous différentes formes.

Les banques incontestablement accentuèrent le mouvement de hausse des devises étrangères par leurs propres achats de ces devises disproportionnés avec leurs besoins immédiats, achats qu'elles effectuèrent pour se constituer des réserves de change.

\*  
\* \*

Mais si ces différents faits peuvent expliquer la baisse du change dans les premiers mois de la guerre, on ne comprend pas que cette baisse se soit prolongée jusqu'au second trimestre de l'année 1915 étant donné le caractère exceptionnellement favorable de la balance des comptes durant cette période.

La balance du commerce se traduit durant l'année 1913 par un excédent d'importations de 140 millions de couronnes, tandis qu'en 1914 il y a un excédent d'exportations de 170 millions de couronnes,

Le deuxième semestre de 1914 avait été, en effet, exceptionnellement favorable : les importations diminuèrent de 60 millions de couronnes et les exportations augmentèrent de 146 millions, cependant que le fret diminuait de 17 millions en raison du ralentissement des transports maritimes occasionné par l'ouverture des hostilités.

Les principales transactions qui occasionnèrent ce progrès furent l'exportation vers l'Allemagne de chevaux et de bêtes à cornes, de conserves alimentaires ainsi que l'augmentation des envois de lard en Angleterre.

En résumé, la balance des comptes du Danemark en 1914 mettait à la disposition de ce pays 190 millions de couronnes de plus que l'année précédente. La plus grande partie malheureusement provenait de l'accroissement des échanges avec l'Allemagne.

Le paiement au Danemark de ces 190 millions eut lieu d'une manière spéciale : 100 millions furent couverts par la restitution de valeurs danoises, le reste en devises et en or (1) et c'est la raison pour laquelle cet excédent de la balance des comptes n'amenait pas par lui-même de remède à la pénurie de devises étrangères.

Toutefois, la fuite des capitaux des pays belligérants vers les pays neutres allait mettre à la disposition du Danemark des sommes considérables, bien supérieures même aux 190 mil-

(1) Etant donné que le principal débiteur était l'Allemagne, ses paiements se faisaient en marks ; ce ne pouvait être de l'argent frais, le mark étant peu demandé.

lions qui lui revenaient grâce au développement de son commerce international. Ces sommes auraient certainement pu lui permettre de payer par avance la plus grande partie de ses importations de l'exercice suivant (1).

A cette époque, le Danemark était tellement créancier de l'étranger que les avoirs des banques privées à l'étranger s'accrurent de 30 millions de couronnes et ceux de la Banque Nationale (y compris l'augmentation de sa réserve d'or) de 50 millions de couronnes.

Par conséquent, quoiqu'une grande partie des devises provenant des échanges internationaux ne consistassent pas en argent frais (1), il y avait à la fin de l'année 1914 de telles créances sur l'étranger que la baisse du change semble n'avoir pu être occasionnée par le fait que le Danemark, en raison de la situation à ce moment de son commerce international, était débiteur de l'étranger.

\*  
\* \*

Mais, comme nous l'avons vu précédemment, le paiement d'une partie des exportations se trouvait retardé. Les exportateurs donnaient des délais à leurs clients pour le paiement de leurs achats et trouvaient facilement, auprès des Banques, les crédits nécessaires à leur entreprise. Les Banques elles-mêmes accordaient directement des ouvertures de crédit aux impor-

(1) Voir la remarque faite à la page précédente,

tateurs étrangers ou aux banques de ces derniers. Les importateurs allemands, dont le total des achats était considérable, payaient directement en marks : leurs traites étaient réescomptées par la Banque Nationale et celle-ci à l'échéance acceptait le paiement partie en or, partie en marks papier ; et, par un accord tacite, elle conservait ces marks dans ses caisses sans les remettre sur le marché des changes.

La conséquence de cette politique fut une forte augmentation du total des crédits mis à la disposition de la nation par la Banque Nationale et les banques particulières et, par conséquent, du nombre de billets mis en circulation. Il se créait ainsi un pouvoir artificiel d'achat qui engendrait l'inflation. Et c'est précisément l'inflation qui est la cause de la hausse des changes étrangers pendant les 10 premiers mois de la guerre.

De fin juillet à fin août, les avances de la Banque Nationale et partant de la circulation fiduciaire se sont accrues de 40 millions de couronnes.

Les retraits de fonds dans les Banques et les Caisses d'épargne peuvent avoir justifié la moitié de cette augmentation, soit 20 millions. Et étant donné qu'une partie de cette somme de 20 millions est venue remplacer l'argent monnayé que l'on thésaurisait (avant la guerre il y avait une vingtaine de millions de pièces d'or et d'argent en circulation) (1), c'est seulement de

(1) Il faut ajouter les 3 millions 1/2 de petite monnaie mis en circulation dans le courant d'août 1914.

20 à 30 millions de couronnes que s'est accru le pouvoir d'achat durant ce mois d'août.

Si l'on se reporte à la fin février 1915, on constate que la somme des moyens de paiement mis à la disposition de la nation s'est accrue depuis la fin de juillet 1914 de 75 millions de couronnes, la circulation fiduciaire ayant augmenté de 45 millions de couronnes et les avances des banques de 30 millions (1).

Pour la période intermédiaire, on trouvera les variations dans le montant de la circulation fiduciaire, son importance par rapport à la quantité d'effets réescomptés par la Banque Nationale, l'encaisse-or et la somme des avoirs à l'étranger, ainsi que l'accroissement des avances accordées par les trois principales banques privées dans les tableaux ci-contre.

Ces moyens de paiement nouveaux sont la cause directe de la hausse des changes. Non pas que ce pouvoir d'achat artificiel se soit porté sur le marché intérieur et qu'en faisant concurrence au pouvoir normal il ait entraîné une diminution du pouvoir d'achat de la couronne, mais parce que, portés en masse sur le marché des changes pour être transformés en devises étrangères, ces moyens de paiement nouveaux ont constitué un accroissement des offres en devises danoises.

\*  
\* \*

(1) Pendant cette période les dépôts et retraits dans les Caisses d'épargne s'équilibrent.

LES BILANS MENSUELS DE LA BANQUE NATIONALE  
DE JUILLET 1914 A FÉVRIER 1915.

(en millions de couronnes)

|                                    | 31/7/14 | 31/8/14 | 30/9/14 | 31/10/14 | 30/11/14 | 31/12/14 | 31/1/15 | 27/2/15 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|
| Réserve d'or ..                    | 73.8    | 68.9    | 69.0    | 69.0     | 78.0     | 91.4     | 104.5   | 104.9   |
| Avoirs à l'étran-<br>ger.....      | 14.1    | 28.3    | 44.9    | 50.9     | 47.1     | 37.0     | 32.4    | 31.3    |
| Portefeuille sur<br>l'intérieur... | 59.4    | 85.7    | 74.8    | 80.5     | 64.9     | 63.4     | 47.9    | 44.8    |
| Avances sur ti-<br>tres.....       | 10.6    | 19.5    | 18.7    | 17.3     | 16.7     | 13.8     | 13.0    | 12.1    |
| Débiteurs di-<br>vers.....         | 3.5     | 3.9     | 3.4     | 4.4      | 4.1      | 7.1      | 4.4     | 18.1    |
| Circulation fi-<br>duciaire ....   | 156.5   | 194.2   | 211.3   | 224.2    | 211.1    | 206.7    | 194.0   | 199.3   |

AVANCES DES 3 PRINCIPALES BANQUES PRIVÉES  
DANOISES DE JUILLET 1914 A FÉVRIER 1915

| Années         | Banque<br>Privée | Banque<br>du Commerce | Landmands<br>Bank | Total<br>des 3 Banques |
|----------------|------------------|-----------------------|-------------------|------------------------|
| <b>1914</b>    |                  |                       |                   |                        |
| Juillet.....   | 91.4             | 131.5                 | 154.9             | 377.8                  |
| Août .....     | 86.5             | 132.2                 | 158.7             | 377.4                  |
| Septembre .... | 84.3             | 129.7                 | 156.8             | 370.8                  |
| Octobre .....  | 79.4             | 129.3                 | 157.7             | 366.4                  |
| Novembre ,...  | 79.5             | 138.1                 | 163.9             | 381.5                  |
| Décembre ....  | 80.7             | 137.7                 | 170.5             | 388.9                  |
| <b>1915</b>    |                  |                       |                   |                        |
| Janvier .....  | 86.3             | 144.5                 | 171.7             | 402.5                  |
| Février .....  | 86.7             | 149.3                 | 173.1             | 409.1                  |

En résumé, la hausse des changes étrangers sur la place de Copenhague, due évidemment à une plus grande demande de ces devises que de couronnes, provient de causes différentes pour les tout premiers mois de la guerre et ceux qui suivirent.

De juillet à novembre, elle s'explique normalement en premier lieu par une demande considérable de devises étrangères de la part des belligérants, spécialement des Etats centraux qui liquidaient tous leurs avoirs en couronnes, billets et valeurs de placement, en second lieu par la nécessité pour le Danemark de rembourser un certain nombre de crédits à court terme venus à échéance et qui ne lui étaient pas renouvelés.

D'autre part, la spéculation, la constitution de réserves de devises par les Banques, le désir de s'approvisionner à temps, même au delà des besoins prochains, dans quelques produits étrangers, accentuaient le mouvement.

A partir d'octobre-novembre, malgré une balance des comptes extrêmement favorable, la hausse du cours des changes étrangers s'explique par la nécessité où les commerçants et les banques du Danemark se sont trouvés de faire crédit à leurs acheteurs, amenant ainsi une diminution temporaire de la rentrée en devises.

Ce crédit à l'étranger contraignit les banques privées et la Banque Nationale à effectuer dans la même proportion des avances aux exportateurs danois, par conséquent à augmenter la circulation fiduciaire. Et c'est cette inflation qui explique l'accentuation de la baisse du change danois pendant cette seconde période.

## § II. — D'AVRIL 1915 A LA FIN DE LA GUERRE.

Comme nous l'avons dit précédemment, les cours de la livre sterling et du dollar atteignirent leur maximum au début de mars 1915. A partir de cette date un mouvement rétrograde se dessine pour les devises étrangères et la couronne danoise vient à dépasser le pair. Les devises étrangères atteignent leur niveau le plus bas le 2 novembre 1917 avec le cours de 13 couronnes pour la livre sterling et celui de 2.80 pour le dollar (*voir tableau page 30*).

Les cours des devises étrangères commencèrent ensuite à remonter, mais très lentement, et à la fin des hostilités, en novembre 1918, ils n'étaient pas encore revenus au pair.

\*  
\* \*

La raison de la hausse de la valeur externe de la couronne danoise s'explique par l'abondance sur le marché danois de devises étrangères, faisant suite à la pénurie des premiers mois de la guerre.

Cette abondance de devises fut due à une balance des comptes extrêmement favorable pour le Danemark pendant toutes les années de guerre (*voir tableau page 31*).

Cependant, étant donné qu'il y a eu des variations non seulement dans les quantités mais aussi dans les prix, pour avoir la valeur exacte des importations et des exportations, il faut examiner la balance du commerce danois, compte tenu

COURS EXTRÊMES DU CHANGE DANOIS  
DE 1915 A 1918 INCLUS

|                  | Livre sterling |          | Dollar    |          | Mark      |          |
|------------------|----------------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
|                  | Plus haut      | Plus bas | Plus haut | Plus bas | Plus haut | Plus bas |
| 1915 Mars.....   | 19.50          | 18.95    | 4.13      | 4.04     | 84.75     | 82.25    |
| — Avril.....     | 18.85          | 18.45    | 4.00      | 3.96     | 81.50     | 79.50    |
| — Mai.....       | 18.52          | 18.20    | 3.95      | 3.86     | 79.60     | 78.00    |
| — Juin.....      | 18.16          | 18.10    | 3.85      | 3.82     | 78.50     | 77.10    |
| — Juillet.....   | 18.15          | 18.55    | 3.96      | 3.84     | 79.00     | 77.20    |
| — Août.....      | 18.33          | 18.20    | 3.95      | 3.93     | 78.70     | 78.30    |
| — Septembre..    | 18.20          | 18.10    | 4.00      | 3.91     | 80.10     | 78.80    |
| — Octobre....    | 18.16          | 17.60    | 3.90      | 3.88     | 79.60     | 77.50    |
| — Novembre..     | 17.60          | 17.15    | 3.89      | 3.71     | 77.50     | 73.00    |
| — Décembre..     | 17.90          | 16.90    | 3.83      | 3.67     | 73.35     | 69.00    |
| 1916 Janvier.... | 17.60          | 17.19    | 3.75      | 3.72     | 69.50     | 65.00    |
| — Février....    | 17.26          | 16.92    | 3.73      | 3.57     | 67.00     | 64.50    |
| — Mars.....      | 16.94          | 16.48    | 3.59      | 3.52     | 64.30     | 61.50    |
| — Avril.....     | 16.44          | 15.73    | 3.51      | 3.37     | 62.75     | 60.70    |
| — Mai.....       | 16.00          | 15.35    | 3.41      | 3.30     | 62.35     | 60.50    |
| — Juin.....      | 17.10          | 15.75    | 3.58      | 3.39     | 63.25     | 62.00    |
| — Juillet.....   | 16.80          | 16.50    | 3.60      | 3.53     | 64.00     | 63.00    |
| — Août.....      | 17.37          | 16.85    | 3.68      | 3.57     | 63.90     | 63.70    |
| — Septembre..    | 17.65          | 17.20    | 3.72      | 3.66     | 63.80     | 64.50    |
| — Octobre....    | 17.55          | 17.47    | 3.70      | 3.68     | 64.10     | 64.00    |
| — Novembre..     | 17.67          | 17.53    | 3.73      | 3.70     | 64.25     | 61.00    |
| — Décembre..     | 17.63          | 17.20    | 3.72      | 3.67     | 61.50     | 58.25    |
| 1917 Janvier.... | 17.40          | 17.30    | 3.68      | 3.66     | 61.50     | 61.00    |
| — Février....    | 17.35          | 17.17    | 3.67      | 3.62     | 61.30     | 59.35    |
| — Mars.....      | 17.14          | 16.46    | 3.62      | 3.48     | 59.15     | 55.00    |
| — Avril.....     | 16.95          | 16.41    | 3.57      | 3.47     | 54.75     | 53.75    |
| — Mai.....       | 16.70          | 16.52    | 3.52      | 3.50     | 54.20     | 52.25    |
| — Juin.....      | 16.51          | 16.30    | 3.50      | 3.47     | 52.15     | 46.75    |
| — Juillet....    | 16.35          | 15.95    | 3.46      | 3.37     | 50.00     | 47.75    |
| — Août.....      | 15.90          | 15.60    | 3.36      | 3.29     | 47.50     | 46.00    |
| — Septembre..    | 15.61          | 15.30    | 3.29      | 3.24     | 45.85     | 44.75    |
| — Octobre....    | 15.26          | 13.75    | 3.23      | 2.94     | 44.75     | 41.00    |
| — Novembre..     | 14.70          | 13.00    | 3.15      | 2.80     | 51.00     | 39.50    |
| — Décembre..     | 15.40          | 14.55    | 3.28      | 3.10     | 64.00     | 50.25    |
| 1918 Janvier.... | 15.50          | 15.12    | 3.29      | 3.22     | 66.00     | 60.00    |
| — Février....    | 15.68          | 15.37    | 3.31      | 3.25     | 65.50     | 59.50    |
| — Mars.....      | 15.78          | 15.12    | 3.34      | 3.19     | 65.75     | 60.50    |
| — Avril.....     | 15.30          | 15.00    | 3.25      | 3.19     | 64.00     | 63.00    |
| — Mai.....       | 15.30          | 15.07    | 3.23      | 3.17     | 63.75     | 62.15    |
| — Juin.....      | 15.36          | 15.19    | 3.25      | 3.21     | 63.25     | 55.50    |
| — Juillet....    | 15.27          | 15.08    | 3.24      | 3.18     | 57.25     | 53.00    |
| — Août.....      | 15.53          | 15.02    | 3.27      | 3.16     | 53.75     | 50.25    |
| — Septembre..    | 16.44          | 15.55    | 3.47      | 3.28     | 53.00     | 50.25    |
| — Octobre....    | 17.77          | 16.45    | 3.74      | 3.48     | 61.00     | 51.35    |
| — Novembre..     | 17.86          | 17.75    | 3.76      | 3.74     | 55.25     | 47.80    |
| — Décembre..     | 17.85          | 17.59    | 3.75      | 3.70     | 48.00     | 40.50    |

LA BALANCE DU COMMERCE DANOISE  
ET LE FRET DE 1913 A 1926

(en millions de couronnes)

| Années    | Importations | Exportations | Excédent<br>des<br>importations | Fret |
|-----------|--------------|--------------|---------------------------------|------|
| 1913..... | 855          | 721          | 134                             | 119  |
| 1914..... | 795          | 867          | +72 <sup>(1)</sup>              | 102  |
| 1915..... | 1157         | 1129         | 28                              | 234  |
| 1916..... | 1357         | 1309         | 48                              | 395  |
| 1917..... | 1089         | 1066         | 23                              | 465  |
| 1918..... | 946          | 758          | 188                             | 563  |
| 1919..... | 2605         | 1008         | 1597                            | 565  |
| 1920..... | 3243         | 1962         | 1281                            | 553  |
| 1921..... | 1697         | 1564         | 133                             | 205  |
| 1922..... | 1552         | 1283         | 269                             | 190  |
| 1923..... | 2031         | 1684         | 347                             | 240  |
| 1924..... | 2366         | 2154         | 212                             | 270  |
| 1925..... | 2081         | 1958         | 133                             | 198  |
| 1926..... | 1620         | 1514         | 106                             | 165  |
| 1927..... | 1661         | 1551         | 110                             | 176  |
| 1928..... | 1735         | 1653         | 82                              | 165  |

(1) Excédent des exportations.

de ces deux facteurs. On arrive à ce résultat en divisant chacun des nombres donnés pour les importations et les exportations par l'indice moyen des prix des marchandises importées et celui des prix des marchandises exportées. Le quotient ainsi trouvé donne, d'une façon certaine, l'indice des importations et l'indice des exportations.

| Années    | Indice<br>des prix<br>des produits<br>importés | Indice<br>des<br>quantités<br>importées | Indice<br>des prix<br>des produits<br>exportés | Indice<br>des quantités<br>exportées |
|-----------|------------------------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------|
| 1913..... | 95                                             | 100                                     | 95                                             | 100                                  |
| 1914..... | 100                                            | 88                                      | 100                                            | 114                                  |
| 1915..... | 128                                            | 100                                     | 146                                            | 102                                  |
| 1916..... | 176                                            | 86                                      | 191                                            | 90                                   |
| 1917..... | 264                                            | 46                                      | 195                                            | 72                                   |
| 1918..... | 318                                            | 33                                      | 299                                            | 33                                   |
| 1919..... | 325                                            | 89                                      | 311                                            | 43                                   |

En 1914, les importations diminuèrent passablement, mais en 1915, elles furent du même ordre qu'en 1913. La comparaison, d'ailleurs, est difficile. En effet, une grande partie des marchandises qui se sont trouvées immobilisées dans les ports étrangers, lors de la déclaration de guerre, furent peu à peu libérées. D'autre part, une notable partie des marchandises importées en 1915 furent commandées en 1914 et ne furent livrées et payées qu'en 1915. L'indice des importations et celui des exportations pour ces deux années ne peut donc être donné comme absolument juste.

A partir de 1916, la valeur totale des importations et des exportations s'équilibre sensiblement. En 1918, il y a un excédent d'importations de 188 millions de couronnes. Mais, étant donné que les prix des marchandises importées avaient augmenté plus que ceux des marchandises exportées, les exportations avaient en réalité de beaucoup dépassé en quantité les

importations. C'est cet effort de la nation qui permit à la balance du commerce de ne pas être par trop débitrice (1).

Ce n'est donc pas la balance du commerce qui fut la cause de la reprise de la couronne danoise. Il faut en chercher la raison dans la balance des comptes.

\*  
\* \*

Les sommes perçues par le Danemark au titre du fret s'accrurent d'une façon considérable, passant de 102 millions de couronnes en 1914 à 563 millions en 1919 (2).

Pendant cette période l'excédent du fret sur le surplus des importations fut de 1.600 millions de couronnes.

Une partie de ces sommes a servi à payer le charbon et les autres produits achetés par les navires danois à l'étranger. On peut l'évaluer à 550 millions de couronnes, ces dépenses n'ayant guère dépassé la normale des années d'avant guerre.

Le paiement des intérêts de la dette du Danemark envers l'étranger nécessite 100 millions de couronnes.

En ne tenant compte que du fret, l'actif de la balance des comptes se trouve ainsi réduit à 950 millions de couronnes environ.

Mais il faut tenir compte de quelques autres sources de

(1) Logiquement, cette situation était déplorable, car elle aboutissait à un appauvrissement du pays, à une aliénation de son capital.

(2) L'accroissement des sommes perçues au titre du fret résulte : 1° de ce que les navires danois prenaient en partie la place des navires belligérants dans les transports maritimes qui s'étaient d'ailleurs accrus dans leur ensemble ; 2° de l'augmentation du prix du fret.

recettes. A la suite d'une convention du 4 août 1916 les Antilles danoises furent cédées aux Etats-Unis pour 25 millions de dollars, somme payable 90 jours après la ratification de cette convention. Celle-ci eut lieu en janvier 1917. Cette somme convertie en monnaie danoise au cours moyen de cette époque, soit 3,5, on obtient 97,5 millions de couronnes.

Les bénéfices réalisés pendant les années de guerre du fait des participations des nationaux danois dans les entreprises industrielles ou commerciales étrangères (1), ainsi que le montant des polices payées par l'étranger aux Compagnies d'Assurances danoises, sont évalués à 610 millions de couronnes.

D'autre part, il fut rapatrié pour près de 600 millions de couronnes de titres nationaux avec un bénéfice de 10 % environ. En y ajoutant le montant des capitaux des pays belligérants enfuis au Danemark, c'est une nouvelle somme de 100 millions de couronnes qui fut mise à la disposition de ce pays pendant cette période.

Le solde créditeur de la balance des comptes du Danemark ressort ainsi à 1.750 millions de couronnes.

\* \* \*

Comment ces capitaux ont-ils été mis à la disposition du créancier ? c'est-à-dire quelle est la somme des moyens de paiement mise immédiatement à sa disposition et au contraire quelle est la part dont il n'a pas pu immédiatement disposer et

(1) Voir les annales du département de la statistique.

qu'il a dû placer à l'étranger pour équilibrer la balance des comptes ?

Une partie de cette dette a été remboursée immédiatement par le rapatriement de titres et de valeurs danoises pour une somme de 600 millions de couronnes.

Quant aux avoirs des banques à l'étranger, ils se sont accrus en tout de 470 millions de couronnes ; ceux de la Banque Nationale passant de 15 à 171 millions et ceux des autres Banques de 14 à 328 millions.

Ces sommes comprennent les avoirs qui ont été réalisés durant les années de guerre, grâce aux prêts consentis aux Grandes Banques des pays belligérants, soit par la Banque Nationale, soit par les Banques d'affaires, ce qui représente 300 millions de couronnes. (*voir tableaux pages 36 et 37*).

La valeur des capitaux jusqu'à présent inventoriés est de 1.192 millions de couronnes. Il reste donc environ 518 millions qui représentent, d'une part, les crédits accordés directement par les exportateurs à leurs clients, d'autre part, la somme de devises étrangères possédées par les commerçants danois, soit chez eux soit à l'étranger, et qu'ils n'avaient pas échangées contre des couronnes danoises, en troisième lieu les sommes représentant les paiements effectués par avance par les importateurs danois pour les marchandises qu'ils importaient (1).

(1) En effet, si les exportateurs danois et leurs banquiers accordaient de longs crédits à leurs acheteurs étrangers, les importateurs au contraire devaient payer comptant et souvent même payer avant d'être livrés. Cela tient à ce que les échanges s'effectuaient avec des pays différents. Dans les deux cas, le Danemark devait composer pour ne pas être inquiété dans sa neutralité.

En résumé, on peut estimer à 400 millions de couronnes, au moins, les devises étrangères qui, de 1915 à 1918, se sont trouvées en excédent sur le marché danois et ont contribué à la hausse de la valeur externe de la couronne pendant cette période.

\*  
\* \*

Cette dépréciation des devises étrangères sur la place de Copenhague se produisait alors que l'inflation prenait au Dane-

#### AVOIR DES BANQUES DANOISES EN DEVISES ET EN OR DU 31 JUILLET 1914 AU 31 DÉCEMBRE 1923

| Années        | Avoirs<br>à l'étranger<br>des<br>Banques danoises | Banque Nationale          |             |
|---------------|---------------------------------------------------|---------------------------|-------------|
|               |                                                   | Crédits<br>sur l'étranger | Encaisse or |
| 1914. . . . . | 79                                                | 40                        | 78          |
| 1915. . . . . | 87                                                | 40                        | 111         |
| 1916. . . . . | 163                                               | 52                        | 160         |
| 1917. . . . . | 113                                               | 55                        | 174         |
| 1918. . . . . | 292                                               | 128                       | 195         |
| 1919. . . . . | 173                                               | 70                        | 227         |
| 1920. . . . . | 138                                               | 46                        | 228         |
| 1921. . . . . | 74                                                | 52                        | 228         |
| 1922. . . . . | 21                                                | 9                         | 228         |
| 1923. . . . . | — 21 (1)                                          | 16                        | 210         |
| 1924. . . . . | — 155                                             | 48                        | 209         |
| 1925. . . . . | — 165                                             | 69                        | 209         |
| 1926. . . . . |                                                   | 17                        | 182         |

(1) Le signe — indique que les comptes des banques danoises à l'étranger étaient débiteurs au lieu d'être créditeurs.

**PRÊTS ACCORDÉS PAR LES BANQUES DANOISES  
AUX BANQUES ÉTRANGÈRES**  
(en millions de couronnes)

| Prêts accordés                                      | Montant<br>des<br>prêts | Total couvert<br>par<br>la Banque<br>Nationale | Total couvert<br>par<br>les autres<br>Banques |
|-----------------------------------------------------|-------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| <b>Aux banques allemandes.</b>                      |                         |                                                |                                               |
| 1 <sup>er</sup> décembre 1915.....                  | 30                      | 30                                             | »                                             |
| 2 juin 1916.....                                    | 20                      | 10                                             | 10                                            |
| 3 décembre 1916.....                                | 20                      | 5                                              | 15                                            |
| 4 avril 1917.....                                   | 30                      | 7.5                                            | 22.5                                          |
| 5 août 1917.....                                    | 40                      | 8                                              | 32                                            |
| 6 octobre 1917.....                                 | 4.5                     | 0.9                                            | 3.6                                           |
| Décembre 1917.....                                  | 22.5                    | 4.5                                            | 18                                            |
| Mars 1918.....                                      | 17.5                    | 3.5                                            | 14                                            |
| Juillet 1918.....                                   | 10.5                    | 2.1                                            | 8.4                                           |
| <b>Aux banques anglaises.</b>                       |                         |                                                |                                               |
| 7 juillet 1916.....                                 | 30                      | 10                                             | 20                                            |
| Novembre 1917.....                                  | 30                      | 6                                              | 24                                            |
| <b>Aux banques françaises.</b>                      |                         |                                                |                                               |
| 8 août 1916.....                                    | 30                      | 7.5                                            | 22.5                                          |
| <b>Aux banques<br/>autrichiennes et hongroises.</b> |                         |                                                |                                               |
| Décembre 1917.....                                  | 10                      | 1.8                                            | 7.2                                           |
| Mars 1918.....                                      | 5                       | 1                                              | 4                                             |
|                                                     | 300                     | 97.8                                           | 201.2                                         |

mark des proportions considérables, en partie à cause du développement anormal des exportations et des crédits qui avaient dû être accordés à l'étranger, diminuant ainsi la valeur interne de la couronne,

Si donc la baisse du change se perpétua, c'est que ou bien la parité du pouvoir d'achat de la couronne danoise demeurait malgré tout supérieure à celle des autres devises, ou bien que par suite des circonstances spéciales du moment les courants des échanges étaient tellement faussés qu'il ne pouvait se produire de réajustement entre sa valeur interne et sa valeur externe.

---

## CHAPITRE II

### **Valeur interne de la couronne Danoise.**

---

De 1915 à 1918, la valeur externe de la couronne danoise n'a cessé de se tenir au-dessus de sa parité-or, malgré un accroissement des moyens de paiement en couronnes danoises mis à la disposition de la nation.

Si cette inflation n'a pu amoindrir la valeur externe de la couronne, elle n'a pu manquer d'avoir une influence sur la valeur interne.

Une nouvelle série de problèmes se pose donc : quelle est l'importance de l'inflation, et quelles en sont les causes principales ? quelles en sont aussi les conséquences sur la valeur interne de la couronne ?

A la Banque Nationale incombe la responsabilité d'avoir fait le premier pas dans le domaine de l'inflation, en accordant (1) très largement les crédits qui lui ont été demandés dès l'ouverture des hostilités. Les billets en circulation passèrent de 156 millions de couronnes le 31 juillet 1914 à 224 millions le 31 octobre (2).

Ces billets fournissaient de l'argent frais aux particuliers et

(1) Voir page 28.

(2) Cette augmentation n'alla pas sans un léger mouvement en arrière fin janvier 1915 où la circulation revint à 194 millions de couronnes.

étaient à peu près mis à la disposition des banques privées qui les recevaient en dépôt. Les banques avaient ainsi une source nouvelle de disponibilités pour accroître leurs avances indépendamment de la possibilité de faire réescompter leur portefeuille commercial.

Après les premiers mois de guerre le mouvement s'intensifia. D'une part, l'Etat pour couvrir ses dépenses exceptionnelles s'était fait consentir des avances par la Banque Nationale et émettait des emprunts. D'autre part, les demandes d'avances des particuliers ne cessèrent de s'accroître. La Banque Nationale n'avait pas su maintenir l'argent suffisamment cher : dès le 5 janvier 1915, son taux d'escompte fut abaissé à 5  $1\frac{1}{2}$  %, elle le maintint à 5 % à partir du 9 juillet 1915. Bien plus, elle réescomptait le papier des banques privées à 0.50 % au-dessous du taux en vigueur (*voir tableau ci-contre*).

Fin 1918, les avances accordées par la Banque Nationale en contre-partie des traites par elles acceptées sur le Danemark et sur l'étranger s'élevaient à environ 210 millions de couronnes et les billets en circulation à 400 millions de couronnes. D'autre part, le total des avances consenties par les Banques privées se montait à environ 2.337 millions de couronnes, alors que fin 1914 les avances ne s'élevaient qu'à 862 millions.

Pendant les quatre années de guerre, la somme des moyens de paiement mis à la disposition de la nation s'était donc accrue de 1,685 millions ou de 265 %,

## L'AUGMENTATION DES CRÉDITS

| Années    | Billets<br>en<br>circulation | Prêts<br>des Banques<br>privées | Total | Indice<br>des<br>crédits |
|-----------|------------------------------|---------------------------------|-------|--------------------------|
| 1914..... | 156                          | 862                             | 1018  | 100                      |
| 1915..... | 204                          | 979                             | 1183  | 116                      |
| 1916..... | 245                          | 1343                            | 1588  | 156                      |
| 1917..... | 289                          | 1744                            | 2033  | 200                      |
| 1918..... | 365                          | 2337                            | 2702  | 265                      |
| 1919..... | 428                          | 3135                            | 3563  | 350                      |
| 1920..... | 541                          | 3523                            | 4064  | 399                      |
| 1921..... | 481                          | 3478                            | 3959  | 389                      |
| 1922..... | 432                          | 3121                            | 3553  | 331                      |
| 1923..... | 447                          | 2781                            | 3228  | 317                      |
| 1924..... | 470                          | 2630                            | 3100  | 304                      |
| 1925..... | 448                          | 2299                            | 2747  | 270                      |
| 1926..... | 386                          | 1966                            | 2352  | 240                      |

\*  
\*\*

Pour sauvegarder sa neutralité, le Danemark, comme les autres pays neutres, dut engager de grandes dépenses militaires ; elles furent couvertes à la fois par des annuités budgétaires qui compromirent l'équilibre du budget, et par des emprunts qui influencèrent le marché de l'argent.

D'autre part, comme l'inflation avait entraîné une hausse générale des prix intérieurs, les dépenses budgétaires normales, tant de l'Etat que des communes, s'étaient également accrues ainsi que les dépenses d'assistance, auxquelles il fallait ajouter celles qu'entraînait la lutte contre la vie chère.

Lors de la déclaration de guerre, l'Etat n'avait aucun compte à la Banque Nationale. Pour se procurer les ressources dont il avait besoin, il réalisait ses créances dans les banques privées en les portant au réescompte de la Banque Nationale.

Un décret de 1915 autorisa la Banque Nationale à consentir à l'Etat les avances dont il aurait besoin.

\*  
\*\*

Au 31 juillet 1915, date de clôture de l'exercice financier 1914-1915, l'Etat était débiteur de 20,3 millions envers la Banque Nationale.

Pendant cet exercice les dépenses ordinaires avaient été de 34 millions supérieures aux recettes (1).

Ce déficit fut couvert en partie par l'emprunt, grâce aux 10 millions de bons du Trésor (2) émis en vertu de la loi du 2 août 1914 ; grâce à la tranche d'obligations émises pour un nominal de 21 millions de couronnes, ces 21 millions pris sur les 60 millions autorisés par la loi du 2 novembre 1914, soit en tout 31 millions.

Mais comme les intérêts de la dette d'Etat employaient plus de 16 millions, il ne restait de disponible que 13 millions environ. Le déficit budgétaire étant de 34 millions, le reste fut couvert par les 20 millions avancés par la Banque Nationale.

D'autre part, pendant cette même année, les dépenses excep-

(1) En 1914, au contraire, les recettes dépassaient les dépenses courantes de 12 millions.

(2) Qui furent remboursés dans le courant de l'exercice suivant.

tionnelles pour la défense nationale s'étaient élevées à 68 millions de couronnes contre 28 millions pour l'exercice précédent.

\*  
\* \*

Le budget pour l'exercice 1915-1916 est encore plus élevé que le précédent du fait de la hausse générale des prix, de l'aggravation des dépenses pour la défense nationale qui passent de 68 à 86 millions, du crédit de 5 millions ouvert au budget du ministère de l'intérieur pour porter secours aux familles des émigrés et aux chômeurs. Mais comme les recettes étaient en augmentation, le déficit fut réduit de 43 millions ; il faut y ajouter 32 millions (1) pour le paiement des intérêts de la dette d'Etat.

L'émission de 60 millions de couronnes en bons du Trésor, en vertu de la loi du 9 juillet 1915, et d'une nouvelle fraction de 21 millions de l'emprunt de 60 millions autorisé par la loi du 2 novembre 1914 permit de combler largement le déficit en laissant encore un solde disponible de 6 millions de couronnes.

Au 31 juillet, le solde débiteur du compte de l'Etat à la Banque Nationale n'était plus que de 16 millions de couronnes.

\*  
\* \*

L'année financière 1916-1917 fait apparaître une considérable augmentation des dépenses.

(1) Cette somme comprend les 10 millions nécessités par le remboursement des bons du Trésor émis pour une somme de 10 millions en vertu de la loi du 2 août 1914.

Le ministère de la guerre a maintenant un budget de 107 millions ; les augmentations accordées aux fonctionnaires en raison de la vie chère amènent un accroissement de 18 millions de dépenses pour le ministère des finances. L'élévation des indemnités accordées aux communes et l'achat par l'Etat de produits alimentaires de première nécessité, pour les revendre à bon marché, augmentent de 14 millions les dépenses du ministère de l'intérieur.

L'augmentation de l'impôt sur le revenu amenant 70 millions de recettes nouvelles à l'Etat, le déficit du budget se ramène à 8 millions de couronnes.

Durant cet exercice, l'Etat, pour améliorer sa situation financière, avait réuni une assez grande quantité de fonds au moyen de l'emprunt : 15 millions de bons du Trésor furent émis en vertu de la loi du 2 août 1914 ; 25 millions en bons à un an en vertu de la loi du 15 février 1916, 75 millions en bons à 10 et 15 ans en vertu de la loi du 13 novembre 1916 ; une dernière tranche de 15 millions de couronnes de l'emprunt autorisé par la loi du 2 novembre 1914 fut également émise.

D'autre part, la vente des Antilles danoises aux Etats-Unis avait procuré 97,5 millions de couronnes à l'Etat.

A la fin de l'année 1916, l'Etat avait cessé de se faire avancer de l'argent par la Banque Nationale et son compte courant était créancier de 10,1 millions ; le 31 juillet 1917 il était redevenu débiteur, mais de 2,2 millions seulement.

L'augmentation considérable des recettes pendant l'exercice 1917-1918 a permis de couvrir complètement la nouvelle augmentation des dépenses budgétaires. Les dépenses pour la défense nationale approchaient de 113 millions de couronnes ; les indemnités de vie chère accordées aux fonctionnaires s'élevaient à 30 millions ; du fait de l'accroissement des sommes consacrées aux secours divers et aux dépenses sociales, le budget du ministère de l'intérieur dépassait 100 millions. Pour cet exercice le budget laissait un solde créditeur de 7 millions de couronnes.

Néanmoins, en vertu de la loi du 14 novembre 1917, l'Etat émit un nouvel emprunt de 60 millions, dont 40 servirent au remboursement des bons du Trésor à court terme précédemment émis.

Au 31 juillet 1918, le compte de l'Etat à la Banque Nationale marquait un solde débiteur de 43,6 millions, soit 40 millions de plus que l'année précédente.

\*  
\*\*

Pendant les 3 derniers mois de guerre, la situation s'aggrava encore et la dette de l'Etat à la Banque était de 62 millions de couronnes le 31 décembre 1918, au moment où l'Etat émettait pour 60 millions de couronnes en bons du Trésor à 10 ans (loi du 15 juin 1918).

Tandis que les recettes rentraient plus difficilement, les dépenses de l'Etat s'accroissaient dans des proportions considé-

rables. Les prix haussaient sans cesse, entraînant avec eux les salaires. Certaines denrées alimentaires de toute première nécessité commençaient à manquer et l'Etat dut les rechercher lui-même : il les acheta d'ailleurs à de très hauts cours pour les rétrocéder ensuite à moindre prix afin de tenter d'enrayer la hausse.

\*  
\*\*

La seconde et principale cause de l'inflation fut les demandes de crédit (1) consécutives aux opérations commerciales effectuées avec les belligérants. Une partie leur avait été accordée directement par les banques sous forme d'ouverture de comptes courants ou de prêts à plus long terme.

Toutefois, le plus souvent, les avances étaient faites aux exportateurs danois en contre-partie des traites qu'ils recevaient en paiement de l'étranger. En outre les industriels et les commerçants, stimulés par l'ampleur du marché extérieur, cherchaient constamment à s'agrandir et les banques, croyant servir l'intérêt général du Danemark et lui tailler une place prépondérante dans l'économie mondiale future, leur accordaient des crédits sans compter.

\*  
\*\*

Dans la mesure où l'épargne se pratiquait au Danemark, elle servait entièrement à alimenter les propres besoins de capi-

(1) Voir pages 36 et 37.

taux du pays, qui, d'ailleurs, s'étaient normalement accrus, comme nous venons de le voir, par suite des nécessités financières de l'Etat et des industries. Les besoins excédaient même déjà le montant des épargnes en cours (1), en sorte qu'il en résultait un certain développement de l'inflation.

Il n'existait pas à ce moment-là de réserves suffisantes pour des ouvertures de crédits extérieurs. Si donc on les accordait, c'était en créant artificiellement un pouvoir d'achat nouveau.

Ce pouvoir « falsifié » n'avait pas sa contre-partie dans une augmentation corrélative de la production des marchandises. Il devait entrer en concurrence avec le pouvoir normal et entraîner la hausse des prix de façon à rétablir une valeur de la totalité des produits disponibles correspondant au pouvoir total d'achat. Le but final de l'inflation — qui est de mettre des produits à la disposition de ceux qui n'ont rien à offrir en échange — avait pour conséquence la hausse des prix. Celle-ci accentuait encore l'inflation et entraînait une nouvelle hausse des prix : « La hausse des prix engendrait la hausse des prix ». (*voir tableau page 48*).

De 1914 à 1918 l'indice des prix de gros passa de 100 à 295 ; l'indice des prix de détail de 100 à 182. En période de hausse des prix il est normal que l'indice des prix de détail soit en

(1) Au Danemark, comme dans les autres pays scandinaves, l'épargne n'est pas aussi développée que dans les autres pays européens, la France par exemple. A cela deux raisons : 1° la classe moyenne n'existe pas, or c'est dans cette classe qu'on a le goût de l'épargne ; 2° le niveau de vie de chacun est beaucoup plus élevé que chez nous : on ne se prive pas et on consomme la presque totalité de ses gains.

RELATIONS ENTRE LA VALEUR INTERNE DE LA COUROSNE,  
LES PRIX DE GROS ET DE DÉTAIL, ET L'INDICE DES CRÉDITS

|                                         | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Prix de détail .....                    | 100  | 116  | 136  | 155  | 182  | 211  | 262  | 237  | 199  | 204  | 214  | 219  | 166  |
| Prix de gros .....                      | 100  | 142  | 178  | 247  | 295  | 306  | 374  | 250  | 179  | 201  | 226  | 212  | 158  |
| Valeur interne de<br>la couronne (1) .. | 100  | 86   | 74   | 65   | 55   | 47   | 38   | 42   | 50   | 49   | 47   | 45   | 61   |
| Indice des crédits ..                   | 100  | 116  | 156  | 200  | 265  | 350  | 399  | 389  | 331  | 317  | 304  | 270  | 240  |

(1) On obtient la valeur interne de la couronne par le système des proportions.

Pour 1915, par exemple, on a l'égalité  $\frac{x}{100} = \frac{100}{116}$  ou  $x = \frac{10000}{116} = 86$

(116 est l'indice des prix de détail.)

retard sur celui des prix de gros, mais la différence entre ces deux catégories de prix ne devrait pas être aussi accentuée.

Un écart aussi considérable est la conséquence de mesures prises par le gouvernement pour tenter d'enrayer la hausse des prix : fixation de prix maxima pour les produits de première nécessité, allocations aux familles nécessiteuses, revente par l'Etat de certaines denrées à des cours inférieurs aux cours d'achat (1).

D'autre part, si l'on compare pour chaque année l'indice des prix de gros avec l'indice des crédits (donnant le pourcentage d'augmentation par rapport à 1914 de la somme des moyens de paiement mis à la disposition de la nation) on constate que l'indice des prix de gros est plus élevé que l'indice des crédits.

Il n'y a pas forcément, en période d'inflation, corrélation exacte entre ces deux nombres ; mais cet écart s'explique parce qu'en dehors de l'inflation, un autre facteur est venu également influencer sur les prix : la rareté des produits. Cependant cet élément auquel pendant la guerre on attribuait la totalité du mal peut tout au plus avoir provoqué une hausse de 15 à 20 %.

La comparaison de l'indice des prix de détail de chaque

(1) Cette politique eut d'ailleurs des effets désastreux pour les finances de l'Etat (cf. supra, p. 43 *in fine*). Sous la poussée des cours, le gouvernement était sans cesse obligé de modifier les maxima par lui fixés. D'autre part, les allocations de l'Etat et les pertes sur l'achat des marchandises grevaient le budget de lourdes charges. Cette politique aggravait la dépréciation de la monnaie et augmentait la hausse des prix qu'elle cherchait à combattre.

année avec celui de l'année 1914 donne la valeur interne de la couronne danoise pour cette année.

En 1918, la valeur interne de la couronne danoise ne représentait que 55 % de celle d'avant-guerre, c'est-à-dire que 100 couronnes de 1918 ne représentaient, pour les échanges à effectuer à l'intérieur du pays, que 55 couronnes d'avant-guerre. Cette dépréciation de la monnaie nationale était le résultat de la politique d'inflation suivie sans désespérer depuis 1914.

---

### CHAPITRE III

#### **Ecart des parités du pouvoir d'achat.**

---

En 1914, la valeur externe de la couronne et sa valeur interne étaient les mêmes, autrement dit, avec une même somme en couronnes danoises, on pouvait se procurer la même quantité de marchandises à l'intérieur du pays qu'à l'étranger.

Sous le régime de l'étalon-or il ne peut en être autrement. En effet, toute hausse des prix consécutive à une diminution de la production ou à une augmentation a pour conséquence la recherche de ces mêmes produits sur une place étrangère et par suite une baisse de la devise nationale. Mais celle-ci entraîne par contre-coup un accroissement des exportations, l'étranger ayant intérêt à se procurer sur cette place étrangère les marchandises dont il a besoin. La devise nationale revient à sa parité or et de nouveau les prix nationaux s'établissent au niveau des prix mondiaux. Si le réajustement ne se produit pas de lui-même, un nouveau facteur intervient, c'est l'exportation de l'or, qui entraîne une hausse du taux de l'escompte dans le pays qui perd son or et une restriction des crédits qui amène le rétablissement de l'équilibre.

Sous un régime de papier monnaie la situation est la même avec cette différence que l'ampleur des réactions du change

est peu considérable et que l'or ne pouvant pas s'écouler d'un pays à l'autre, les réactions qui s'attachent à ce déplacement ne pourront pas se produire. Dans ce cas un autre élément de compensation va jouer, c'est le crédit. Mais c'est toujours par les fluctuations des cours du change que vont être déclanchés ces réajustements.

Toutefois, lorsque les phénomènes qui ont produit le décalage se perpétuent, le réajustement peut ne s'opérer qu'à un niveau inférieur à l'ancienne parité or. Ceci se produit notamment dans le cas d'une inflation persistante ou d'une diminution de la production consécutive à un désastre économique ou social. Mais la hausse des prix intérieurs étant compensée par une diminution de la valeur de la monnaie nationale les prix n'en sont pas moins au niveau des prix mondiaux.

Cependant, dès 1915 s'était produite une rupture entre la valeur interne et la valeur externe de la couronne. La valeur interne n'était plus que de 86 % par rapport à celle de 1914 tandis que sa valeur externe demeurait à 94.

En 1918, la situation était encore plus anormale : la valeur interne de la couronne était de 55 pour une valeur externe de 112 (*voir tableau ci-contre*).

Cet écart des parités du pouvoir d'achat de la couronne pourrait s'expliquer par une dépréciation de la monnaie danoise moindre que celle de la monnaie des autres pays. Mais si l'on compare la monnaie danoise et le dollar (1) par exemple, on

(1) Nous choisissons le dollar comme terme de comparaison parce qu'il a constitué pendant la guerre un véritable baromètre des monnaies.

## INDICES DES PRIX ET POUVOIRS D'ACHAT

| Années    | Prix de gros |          | Valeur interne de la couronne |        | Valeur externe de la couronne |        |
|-----------|--------------|----------|-------------------------------|--------|-------------------------------|--------|
|           | Etats-Unis   | Danemark | Couronne                      | Dollar | Théorique                     | Réelle |
| 1914..... | 98           | 100      | 100                           | 100    | 100                           | 100    |
| 1915..... | 101          | 142      | 86                            | 95     | 89                            | 94     |
| 1916..... | 127          | 178      | 74                            | 85     | 88                            | 104    |
| 1917..... | 177          | 247      | 65                            | 70     | 76                            | 108    |
| 1918..... | 194          | 295      | 55                            | 58     | 65                            | 112    |
| 1919..... | 206          | 306      | 47                            | 56     | 50                            | 89     |
| 1920..... | 226          | 374      | 38                            | 46     | 28                            | 61     |
| 1921..... | 147          | 250      | 42                            | 56     | 37                            | 66     |
| 1922..... | 149          | 179      | 50                            | 60     | 45                            | 77     |
| 1923..... | 154          | 201      | 49                            | 59     | 40                            | 68     |
| 1924..... | 150          | 226      | 47                            | 59     | 37                            | 62     |

constate que la valeur interne du dollar n'a cessé d'être supérieure à la valeur interne de la couronne. C'est donc que loin d'être inférieure à celle des autres pays, la dépréciation de la monnaie danoise était plus accentuée.

En recherchant par le système des proportions (1) quelle aurait dû être la valeur interne théorique de la couronne danoise, on trouve notamment les chiffres de 89 au lieu de 86 pour 1915 et de 65 au lieu de 55 pour 1918.

Les véritables raisons de cet écart des parités du pouvoir

(1) On a, en effet, l'égalité  $\frac{x}{94} = \frac{95}{100}$  où  $x$  est la valeur théorique interne de la couronne, 94 sa valeur externe et 95 la valeur externe du dollar.

d'achat, ce sont les entraves qui ont été apportées pendant la guerre au commerce international et les mesures restrictives qui ont été apportées par certains pays à leurs importations et à leurs exportations.

En effet, si le commerce entre deux pays est plus entravé d'un côté que de l'autre, la monnaie du pays dont les exportations sont relativement moins gênées baisse dans l'autre pays au-dessous de la parité de son pouvoir d'achat.

Or, d'une part, pendant la guerre, le Danemark développait outre mesure ses exportations, tout en limitant ses importations à des contingents plus faibles que l'approvisionnement normal du pays ne l'exigeait.

D'autre part, les belligérants, qui autrefois lui fournissaient toutes les matières premières et les produits manufacturés qu'il désirait, limitaient leurs exportations aux produits dont ils n'avaient pas un besoin indispensable.

C'est cette situation spéciale, due aux circonstances exceptionnelles nées de la guerre qui explique que la valeur interne de la couronne danoise était moindre que sa valeur externe.

---

## DEUXIÈME PÉRIODE

### **De 1919 à la Stabilisation.**

---

#### CHAPITRE PREMIER

### **Les années 1919 et 1920.**

---

La situation économique du Danemark à la fin de la guerre était en réalité moins favorable qu'on aurait pu le croire au premier abord. Si sa devise dépassait l'ancienne parité-or, c'était la conséquence des circonstances exceptionnelles créées par la guerre. Elle se maintenait à ce niveau parce que les importations avaient été réduites au minimum, et que ses exportations avaient été poussées à l'extrême en imposant de lourdes privations au pays. Une telle politique économique était d'autant plus grave que non seulement on avait appauvri matériellement le pays en cédant au-dessous de leur valeur une partie des richesses nationales, mais qu'aussi pour obtenir un résultat aussi peu brillant, on avait laissé l'inflation se développer.

Le sol était épuisé faute d'engrais, le bétail dépérissait, la production agricole diminuait sans cesse, la flotte était déci-

mée (1). Les matières premières manquaient. Les magasins étaient vides. L'outillage industriel fatigué, réclamait de coûteuses réparations. Ainsi, la production du lait était passée de 3,5 millions à 1,8 millions de 1914 à 1918; celle du beurre de 115 millions de kilogs à 58 millions ; les abattages de porcs de 2.800.000 à 324.000.

En 1918, la situation du cheptel national était la suivante :

|                | 1918       | 1914       |
|----------------|------------|------------|
|                | —          | —          |
| Chevaux        | 558.000    | 567.000    |
| Bêtes à cornes | 1.042.000  | 1.310.000  |
| Porcs          | 716.000    | 2.497.000  |
| Poules         | 12.135.000 | 15.154.000 |

Une nouvelle catégorie de dépenses exceptionnelles allait de nouveau grever le Danemark du fait du rattachement du Slesvig septentrional. Dans sa situation d'alors le Slesvig était un parent pauvre qu'il s'agissait en quelque sorte de recueillir. Il ne fallait pas compter sur un apport de capital, car ce pays était déjà considérablement appauvri avant la guerre par l'émigration : son patrimoine était constitué en marks dont la valeur allait tomber à zéro. C'était un pays privé de travailleurs, d'outillage industriel et de matières premières.

Comme le dit le docteur Ussing « Le Danemark était à cette époque une maison qui avait grand besoin d'être réparée, outil-

(1) La flotte danoise qui jaugeait 441.000 tonneaux en 1913 n'en jaugeait plus que 394.000 en 1919.

lée à nouveau et réapprovisionnée, et qui avait un nouveau corps de bâtiment à achever, à équiper et à approvisionner. »

De plus, le Danemark dut rembourser une centaine de millions de couronnes à l'Allemagne pour les améliorations par elle effectuées dans le domaine public et le remboursement des sommes par elle avancées aux personnes morales publiques.

Du fait de la hausse des prix mondiaux, le réapprovisionnement du pays allait devoir être effectué à des conditions particulièrement désavantageuses, d'autant plus qu'en raison de la forte demande des consommateurs, les pays détenteurs exclusifs de certains produits de première nécessité allaient pouvoir dicter les cours comme bon leur semblerait (1).

Le pouvoir d'achat des devises étrangères était alors inférieur à ce qu'il était au moment où elles avaient été données en paiement au Danemark et il subissait, de ce fait, une perte importante. Certaines de ces devises même devinrent sans valeur tels le rouble et le mark allemand. Or, en 1921, les banques ou les particuliers possédaient environ 1 milliard 1/2 de marks et 300 millions de roubles.

\*  
\* \*

Pour l'exercice 1918-1919 (2), les finances de l'Etat furent nettement en déficit. Les dépenses pour la défense nationale

(1) Il en fut ainsi notamment pour le charbon. En 1913, le Danemark avait payé 70 millions de couronnes pour une importation de 3 millions 1/2 de tonnes de charbon. En 1919, il dut payer 266 millions pour 2.300.000 tonnes et, en 1920, 566 millions pour 2.700.000 tonnes.

(2) L'année financière souvrant le 1<sup>er</sup> août, cet exercice comprend les trois derniers mois de la guerre.

n'étaient guère plus élevées que pour l'année précédente, avec 120 millions de couronnes, mais les budgets des différents ministères étaient en sensible augmentation du fait de la hausse des prix. Les mesures prises pour enrayer la vie chère et les dépenses engagées pour l'approvisionnement de la population en denrées alimentaires de première nécessité amenèrent un supplément de dépenses de 200 millions de couronnes, qui portèrent le budget de l'intérieur à 320 millions. Les indemnités de vie chère accordées aux fonctionnaires coûtèrent 40 millions à l'Etat. Les recettes étant en forte diminution, le budget s'est soldé avec un déficit de 180 millions de couronnes.

Pour le couvrir, l'Etat émit pour 60 millions de bons du Trésor à 10 ans en vertu de la loi du 15 juin 1918 et 120 millions en vertu de la loi du 1<sup>er</sup> avril 1919. Toutefois, c'était d'autant plus insuffisant que le dernier emprunt n'intervenait qu'en fin d'exercice et l'Etat dut avoir recours à la Banque nationale : son compte courant à cette banque était débiteur de 75 millions de couronnes le 31 mars 1919 et de 135 millions le 30 juin.

\*  
\*\*

L'année suivante, en raison des perceptions plus régulières, de la constante augmentation des prix qui avait pour contrepartie une augmentation des bénéfices et de la nouvelle méthode d'imposition (1), le produit de l'impôt sur le revenu augmente

(1) L'impôt supplémentaire sur le revenu était calculé d'après la différence qui existait entre les revenus des premières années de guerre et ceux de l'année considérée.

de 100 millions de couronnes. Et comme les dépenses étaient moins élevées, le budget de l'exercice 1919-1920 se solde avec un excédent de 60 millions de couronnes.

Cette année là, l'Etat ayant encore contracté un nouvel emprunt de 145 millions de couronnes (loi du 9 août 1919), son compte courant à la Banque Nationale était, au 31 juillet 1920, créiteur de 56 millions de couronnes.

\*  
\*\*

La loi sur les céréales, l'application de la nouvelle loi sur les salaires du 13 septembre 1919 grevèrent le budget de l'exercice 1920-1921 de nouvelles charges. D'autre part, les recettes de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les opérations de bourse étaient en régression.

Le déficit atteignit cette année là 57 millions de couronnes.

L'Etat émit cette même année un seul emprunt et à l'étranger, de 25 millions de dollars (environ 150 millions de couronnes), mais il servit uniquement au paiement à l'Allemagne des indemnités consécutives au rattachement au Danemark du Slesvig septentrional et à diverses dépenses de capital.

Les disponibilités de la Trésorerie furent suffisantes pour couvrir le déficit budgétaire et le débit du compte de l'Etat à la Banque Nationale ne s'élevait qu'à 6,6 millions le 31 mars 1921.

\*  
\*\*

Pour fournir à l'Etat les sommes dont il avait presque constamment besoin, la Banque Nationale émettait des billets. Ces moyens de paiement nouveaux venaient accroître les dépôts des particuliers dans les banques, et celles-ci pouvaient augmenter le montant de leurs avances sans pour cela être obligées de recourir au réescompte de leurs effets commerciaux.

L'inflation n'avait plus de limites et la somme des moyens de paiement mis à la disposition de la nation passait de 2.702 millions de couronnes en 1918, à 3.960 millions en 1921 avec une circulation fiduciaire de 389 millions contre 265 millions (1).

Ainsi les emprunts de l'Etat à la Banque Nationale permettaient aux banques, à cette époque, d'étendre leurs possibilités d'accorder des crédits sans recourir à la Banque Nationale, comme les crédits sur l'étranger le leur avaient permis durant la guerre.

Cependant, dès 1919, le nombre des effets qu'elles présentaient au réescompte de la banque ne cesse d'augmenter, ceux-ci passant de 40 millions (2) en juillet 1919 à 73,8 millions en 1920 et à 198 millions en 1921 (3).

Mais le véritable responsable de cette situation est la Banque

(1) Voir le tableau page 41.

(2) Durant la guerre, en faisant abstraction de quelques fluctuations, le montant du portefeuille réescompté de la Banque Nationale n'a guère varié : ce poste s'élevait à 59 millions de couronnes le 31 juillet 1914 et on le retrouvait à 56 millions de couronnes en décembre 1918.

(3) Les prêts sur titres s'élevaient aux mêmes époques de 13,9 à 25,7 et 43,9 millions de couronnes.

Nationale qui, manquant à son rôle principal de régulateur des crédits bancaires, a persisté à maintenir l'argent beaucoup trop bon marché (1).

Elle a attendu le 7 avril 1920 pour élever son taux d'escompte à 7 % (2) et cette mesure était encore beaucoup moins hardie que celle de ses rivales qui, d'ailleurs, avaient une situation financière plus forte que la sienne (3).

Les résultats de cet accroissement de l'inflation ne tardèrent pas à se faire sentir et les prix continuèrent leur marche ascendante (4). L'indice des prix de détail était de 182 en 1918 (5), 241 en 1919, 262 en 1920 et 237 en 1921 (6), celui des prix de gros était aux mêmes dates de 295, 306, 374 et 250.

A cette époque, la dépréciation de la monnaie était telle que la valeur interne de la couronne (5) n'était en 1920 que de 38 % de sa valeur de 1914.

Avec la guerre avaient disparu les causes qui avaient favorisé la hausse de la devise danoise : importation de beaucoup inférieure en quantités à celle d'avant-guerre, fuite des capitaux des pays belligérants vers les pays neutres, pénurie de ma-

(1) D'ailleurs, comme en témoignent les différents rapports annuels de la Banque, celle-ci ne croyait pas à l'efficacité du relèvement du taux d'escompte dans une période aussi troublée.

(2) Le 3 janvier 1919, la Banque Nationale avait déjà relevé son taux d'escompte à 5 1/2 % et le 7 octobre de la même année à 6 %.

(3) A la fin de la guerre, le taux d'escompte de la Banque Royale de Suède était de 7 % et il ne fût abaissé à 6 1/2 % que le 25 avril 1919 et à 6 % qu'au début de mai de la même année, pour être de nouveau élevé à 7 % le 19 mars 1920.

(4) Celle-ci fût d'ailleurs accélérée par les mauvaises récoltes. (Voir page 55).

(5) Se reporter aux tableaux pages 19 et 27.

(6) Cette baisse est consécutive à la baisse générale des prix mondiaux.

\*  
\*\*

tières premières et de produits manufacturés sur le marché mondial, hausse des frets. Les belligérants cherchaient à liquider leurs stocks de guerre et essayaient de reprendre leurs places sur les marchés extérieurs ; les neutres levaient les barrières à l'importation qu'ils avaient établies (1). La valeur externe de la couronne allait donc avoir tendance à se rapprocher de sa valeur interne et la devise danoise allait baisser sur le marché des changes.

Le 1<sup>er</sup> juillet 1919, la livre était à 15, 17 couronnes et le dollar à 3,24 et avant la fin de l'année on revit le pair. La situation s'était renversée et maintenant la livre et le dollar faisaient prime sur la couronne danoise (2) (*voir tableau p. 63*).

En 1918, la balance du commerce s'était soldée par un déficit d'environ 20 % avec 188 millions de couronnes. Mais, en 1919 et 1920, la situation s'aggrava passablement étant donné qu'il y avait un excédent d'importations de 3 milliards et que le fret, qui ne s'élevait qu'à un peu plus de 1 milliard, ne parvint à en couvrir qu'une faible partie (3).

Cet énorme excédent des importations avait de multiples

(1) Au Danemark, le « commissariat supérieur du commerce » établi pour réglementer le commerce national et le commerce international fut supprimé le 9 juillet 1919.

(2) Cependant, fin 1920, début 1921, il y eut une assez vive réaction, la livre sterling s'inscrivant à 18,85 le 25 janvier 1921 contre 25,83 le 25 novembre 1921. Mais seule la spéculation était cause de cette amélioration que ne pouvaient expliquer les facteurs économiques et ce niveau ne fut pas conservé longtemps.

(3) Voir tableau page 31.

**COURS EXTRÊMES DU CHANGE DANOIS**  
**EN 1919, 1920 ET 1921**

| Années    |                              | Livre (pair 48.46) |          | Dollar (pair 3 73) |          |
|-----------|------------------------------|--------------------|----------|--------------------|----------|
|           |                              | Plus haut          | Plus bas | Plus haut          | Plus bas |
| 1919..... | 1 <sup>er</sup> trimestre... | 18.30              | 17.73    | 4.00               | 3.73     |
|           | 2 <sup>e</sup> trimestre...  | 19.82              | 18.36    | 4.27               | 3.96     |
|           | 3 <sup>e</sup> trimestre...  | 19.88              | 18.63    | 4.66               | 4.26     |
|           | 4 <sup>e</sup> trimestre...  | 21.23              | 19.32    | 5.67               | 4.60     |
| 1920..... | 1 <sup>er</sup> trimestre .. | 23.10              | 19.75    | 6.90               | 5.27     |
|           | 2 <sup>e</sup> trimestre ..  | 24.25              | 21.30    | 6.17               | 5.31     |
|           | 3 <sup>e</sup> trimestre...  | 25.65              | 23.25    | 7.38               | 5.91     |
|           | 4 <sup>e</sup> trimestre...  | 25.85              | 22.50    | 7.68               | 7.11     |
| 1921..... | 1 <sup>er</sup> trimestre .. | 23.00              | 18.70    | 6.38               | 4.95     |
|           | 2 <sup>e</sup> trimestre...  | 22.45              | 21.40    | 5.96               | 5.46     |
|           | 3 <sup>e</sup> trimestre...  | 23.72              | 20.86    | 6.64               | 5.64     |
|           | 4 <sup>e</sup> trimestre ..  | 22.20              | 20.17    | 5.64               | 4.98     |

causes. Les marchandises qui avaient été achetées et payées pendant la guerre, arrivaient maintenant en masse. Les stocks étant épuisés, il fallait reconstituer tous les approvisionnements. On songeait à faire de Copenhague le grand poste d'approvisionnement de l'Europe Centrale et de l'Europe Orientale. Les prix de toutes les marchandises avaient tellement haussé particulièrement les matières premières et le charbon, qu'une augmentation des valeurs ne voulait pas forcément signifier

une augmentation des quantités : ainsi, en 1919 et en 1920, les importations ne représentent que 90 % de celles de 1913. Enfin, en 1919, les marchandises exportées furent de 50 % inférieures à la normale et l'indice des prix des marchandises exportées était inférieur à celui des marchandises importées (1).

Grâce à l'appoint du fret et des participations danoises à l'étranger le déficit de la balance des comptes pour la période considérée ne fût que de 2 milliards environ.

Pour le couvrir, le Danemark disposait de ses avoirs à l'étranger évalués fin 1918 à 500 millions de couronnes pour les avoirs des banques et des particuliers, il avait aussi des réserves d'or ; mais celles-ci s'étant encore accrues, il est donc certain qu'elles n'ont guère servi à cette fin (2).

Il faut ajouter que 300 millions de couronnes de marchandises avaient été payées par avance au moment de l'achat.

D'autre part, le rapport du département de la statistique sur la balance du capital danois à l'étranger faisait apparaître, à la fin de 1920, un solde débiteur net de 700 millions de couronnes (3).

(1) D'autre part, les courants d'échanges s'étaient modifiés et les marchandises importées en 1919 et 1920 consistaient surtout en produits fabriqués et non en matières premières comme avant la guerre.

(2) En effet, l'encaisse de la banque telle qu'elle apparaît aux bilans annuels était de 188 millions en 1919 ; 228 millions en 1920 et 219 millions en 1921 : c'était surtout le fait des paiements en or effectués par les puissances dont la monnaie défailait.

(3) Cette somme comprend l'emprunt d'Etat de 25 millions de dollars du 23 octobre 1920 et l'emprunt des communes de 15 millions de dollars.

Restait la couverture de 500 millions de couronnes qui s'était opérée de différentes manières, notamment grâce à la plus-value dont avaient bénéficié les devises étrangères par suite de la baisse du change danois.

Ainsi la situation financière du Danemark particulièrement forte à la fin de la guerre lui avait permis de rétablir la précaire situation économique dans laquelle il s'était trouvé du fait de 5 années de privations et de travail acharné sans que pour cela on assiste à un effondrement de l'économie nationale.

L'année 1920 devait marquer le summum des difficultés économiques et financières et le point le plus faible de la valeur interne (38) et de la valeur externe (61) de la couronne danoise. Les forces productives de la nation étant reconstituées, les exportations allaient pouvoir reprendre et équilibrer les importations, et les banques diminuer leurs crédits afin de résorber l'inflation.

---



## CHAPITRE II

### **De 1921 à la Stabilisation de la Couronne.**

---

Vers la fin de l'année 1920 un brusque revirement se fit sentir dans l'ensemble de l'économie mondiale. A « l'atmosphère à la hausse » succédait « l'atmosphère à la baisse. »

Le mouvement se déclancha aux Etats-Unis. Désormais maîtres incontestés des finances mondiales, les Américains, pour renforcer encore leur situation à l'extérieur, résolurent d'assainir leur marché intérieur. Par une politique hardie de hausse du taux de l'escompte et de restriction des crédits, les banques de réserve fédérales firent baisser les prix de 50 % en une année. En juillet 1920, l'indice des prix de gros était de 241, au 31 décembre 1921, il était de 123.

Des Etats-Unis, le mouvement s'étendit au monde entier et spécialement à l'Europe. Ainsi, au 1<sup>er</sup> janvier 1920 et au 1<sup>er</sup> janvier 1922, les indices des prix de gros étaient de 289 et 210 pour le Japon ; 276 et 157 pour l'Angleterre et 423 et 325 pour la France.

Quelle allait-être l'influence de la nouvelle atmosphère sur l'économie nationale danoise ?

La baisse des prix mondiaux devait forcément entraîner une

diminution de la valeur des importations ; celle-ci cependant allait être tempérée par un accroissement des demandes en produits étrangers et une diminution des exportations.

D'autre part, la baisse des prix intérieurs ne pouvait suivre la baisse des prix extérieurs qu'avec un certain retard et il allait s'ensuivre une crise économique avec l'arrêt d'un certain nombre d'industries nationales.

Cette crise économique allait avoir principalement deux répercussions fâcheuses : l'accroissement du nombre des chômeurs (1) et la diminution du rendement des impôts (2).

#### A. — LES DIFFICULTÉS FINANCIÈRES DES ANNÉES 1921 A 1923.

Pour l'année 1921 l'excédent des importations sur les exportations s'est élevé à 133 millions de couronnes seulement contre 1.281 millions de couronnes pour l'année précédente. Par contre, le fret rapportait 205 millions de couronnes contre 353 millions (3).

Aidé par la spéculation le cours des changes étrangers baissa et le 25 janvier 1921 la livre sterling s'inscrivait à 18,85 contre 25,83 au plus haut cours, le 25 novembre 1920.

(1) En 1921, le nombre des chômeurs allait être 19,7 % du nombre total des ouvriers et en 1922, 19,3 % contre 6,1 en 1920, 18,1 en 1918, 9,9 en 1914.

(2) Les impôts, en effet, étaient établis en comparaison de revenus supérieurs à ce qu'ils allaient être cette même année.

(3) On peut avoir une idée de la proportion dans laquelle les frets ont baissé en songeant que le transport de charbon du Pays de Galles, à Copenhague, qui coûtait environ 45 couronnes la tonne en 1920, ne coûtait plus que 14 couronnes en 1921.

Mais on revoit bientôt des cours plus élevés : ainsi pour la livre la moyenne mensuelle des cours était 22,61 en mars, 22,09 en mai, 22,59 en septembre et 21,54 en novembre.

C'est que la situation à l'intérieur n'était pas aussi brillante. Sans doute l'indice de prix de gros était bien passé de 403 en novembre à 341 en janvier, 250 en juillet, 202 en octobre et 188 en décembre. Mais l'inflation persistait et la diminution des avances consenties par les banques était fort lente. En juillet les avances des banques privées étaient encore de 3.478 millions de couronnes contre 3.523 l'année précédente et la circulation fiduciaire de 481 millions contre 541.

D'autre part, on enregistrait un accroissement du nombre des faillites et de sérieuses difficultés pour un certain nombre de banques, même de très grandes banques qui avaient pris une extension injustifiée ou qui n'avaient pas été suffisamment prudentes pour l'octroi de leurs avances.

En janvier, la « Nordisk Bank » dût suspendre ses paiements. Le 25 février, la « Banque pour Elseneur et les environs » devait être renflouée avec l'appoint d'un capital nouveau. Enfin, une des plus grandes banques de Copenhague, la « Diskonto og Revisionsbank » était en proie aux plus sérieuses difficultés et la Banque Nationale aidée des trois grandes banques danoises (1) constituait le 28 février un fonds spécial de 10 millions de couronnes destiné à l'achat en bourse des actions de

(1) « La Banque Privée », « La Banque du Commerce », la « Landmandsbank ».

cette banque, afin d'en soutenir les cours et de tranquilliser par là les porteurs de titres de cette société.

La « Landmandsbank » elle-même commençait à souffrir de la trop grande extension qu'elle avait prise depuis 1914 (1). Du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 1921, les dépôts et comptes courants des particuliers avaient diminué de 155 millions, passant de 1.244 à 1.089 millions, soit une diminution de 12 %.

D'autre part, son compte à la Banque Nationale créateur de 67,8 millions de couronnes le 15 juillet 1919, de 6 millions en janvier 1920, de 3 millions seulement en juillet de la même année, était devenu débiteur de 50 millions en novembre 1921. D'ailleurs, pour maintenir le cours de ses actions, la « Landmandsbank » avait dû former un syndicat.

\*  
\*  
\*

En 1922, la balance du commerce du Danemark se solde par un déficit plus que double de celui de l'année précédente (269 millions de couronnes) ; c'était la conséquence de ce que l'inflation se perpétuant (2) les prix de marchandises danoises étaient supérieurs aux prix mondiaux (3).

Comme en même temps le fret subissait une légère diminu-

(1) Elle avait maintenant 90 succursales et son bilan était passé de 987 millions de couronnes en 1914 à 4.267 millions en 1920.

(2) La moyenne des prêts des banques privées était encore de 3.121 millions de couronnes (contre 3.478 en 1921) et la circulation fiduciaire de 432 millions (contre 481).

(3) L'indice des prix de gros du Danemark, pour 1922, était de 179 contre 158 pour l'Angleterre et 149 pour les Etats-Unis.

tion (190), il s'en serait suivi une baisse significative dans le cours des changes si, à la suite de la loi du 19 décembre 1921, le gouvernement n'avait émis en Amérique un emprunt de 2 millions de livres sterling au printemps de 1922 (sans compter tous les emprunts contractés par les entreprises privées).

On remarque pour cette année une diminution de 78 millions dans les avoirs et les créances des banques à l'étranger (1). Mais cette différence provient de l'annulation dans les comptes des banques des créances en marks et non d'une annulation pour équilibrer la balance des comptes.

Grâce aux devises étrangères obtenues par ces emprunts l'inévitable hausse des changes étrangers fût au moins partiellement enrayée. Ainsi la livre sterling qui se traitait à 21,14 en janvier a pu descendre jusqu'à 20,55 en juin, pour clôturer cependant à 22,31 en décembre.

A l'intérieur, c'était le marasme complet des finances privées : les unes après les autres, les banques devaient fermer leurs guichets (2) et pour éviter une faillite générale, la Banque Nationale dût leur venir en aide.

Elle n'hésita pas à faire des avances aux banques qui non seulement avaient gardé intact leur capital social et leurs obligations, mais encore avaient une contre-partie pour leurs obli-

(1) Voir tableau page 31.

(2) Telles la « Banque du Jutland », la « Banque Privée » d'Horsen, la « Banque des Manufactures » à Korsør, la « Morsø Bank », la « Banque d'Helserup », pour ne citer que les principales.

gations. Une fois leur actif réalisé les banques pourraient la rembourser.

La Banque Nationale alla même plus loin. Elle vint au secours des banques qui avaient perdu leurs réserves et une trop grande partie de leur capital pour que, d'après la loi bancaire (1), elles puissent encore continuer leur activité, sans créer un nouveau capital social, mais cependant avaient un actif réalisable répondant de leur passif. La Banque Nationale leur fit des avances et même prit part à la souscription du nouveau capital.

Quant aux banques dont l'actif était inférieur au passif, la Banque Nationale les laissa se liquider elles-mêmes.

En 1922, la « Diskonto og Revisions Bank » fut renflouée, mais l'affaire la plus grave fut celle de la « Landmandsbank ».

Dès 1922, si l'on avait appliqué intégralement la loi bancaire du 4 avril 1920 (2) cette banque aurait dû cesser son activité. C'eût été une véritable banqueroute du Danemark, tout le commerce et toute l'industrie reposant à cette époque sur la Landmandsbank.

Pour éviter ce désastre, non seulement la Banque Nationale et les puissantes sociétés commerciales danoises intervinrent, mais aussi l'Etat.

(1) D'après la loi bancaire du 4 octobre 1920, lorsqu'une banque a perdu plus de 50 % de son capital social, elle doit réduire son capital nominal au capital réellement existant et reconstituer le capital initial par un nouvel appel de fonds auprès de ses actionnaires.

(2) Voir la remarque précédente.

La réorganisation de la Banque fut décidée par la loi du 21 septembre 1922 dont les principaux articles sont reproduits ci-après.

LOI DU 21 SEPTEMBRE 1922 SUR LA RÉORGANISATION  
DE LA « DANSKE LANDMANDSBANK, HYPOTEK OG VEKSEL BANK » (1).

Article I. — *Le ministre du commerce est autorisé à intervenir, au nom du gouvernement, de concert avec la Banque Nationale, la « Compagnie de l'Est Asiatique » et la « Société des grandes entreprises télégraphiques du Nord » à entreprendre la réorganisation de la Landmandsbank en lui assurant un capital de 100 millions de couronnes. La réorganisation s'opérera par la constitution d'un nouveau capital-actions, privilégié, de 70 millions dont l'Etat souscrit 40 millions de couronnes et d'un fonds de réserve de 30 millions. L'Etat garantit cette émission, faite en vue de fournir à la Landmandsbank les fonds nécessaires pour parer aux difficultés du moment.*

Article II. — *Les souscripteurs des nouvelles actions de préférence recevront un intérêt annuel de 5 %. Le fonds de réserve recevra le même intérêt de 5 %.*

*Les actions de préférence souscrites par l'Etat ne seront pas mises en circulation avant que la totalité des actions de préférence aient été souscrites.*

(1) Une autre loi de la même date autorise le Ministère de la Justice à ouvrir une instruction sur le passé de la Landmandsbank.

Article III. — *La Banque est placée sous la Direction d'un Directeur et d'un Conseil d'Administration nommé pour 4 ans. Celui-ci se compose de 9 membres. Le président du conseil d'administration est élu à la majorité. Le directeur est nommé par le Conseil d'Administration.*

La loi du 21 septembre 1922 fut d'ailleurs modifiée par celle du 25 février 1923, ainsi conçue :

Article I. — *L'Etat jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 1928 assume la garantie de toutes les demandes régulières faites à la Landmandsbank, tant des débiteurs que des créanciers, si la banque ne peut pas les remplir avec son fonds de réserve ou par tout autre moyen. La Banque tient constamment le ministre au courant de sa situation.*

Article II. — *La Banque est placée sous la Direction d'un Directeur et d'un Conseil d'administration. Celui-ci se compose de 9 membres dont le tiers est choisi par le Gouvernement. Le directeur est nommé par le Conseil d'administration. Le Conseil d'administration est nommé pour 4 ans et son premier renouvellement aura lieu le 1<sup>er</sup> janvier 1927.*

Article III. — *Il est établi un jury composé d'un inspecteur de banque comme président et de 4 experts en matière bancaire nommés par le ministre du commerce, dont l'un représentera la Banque Nationale, l'autre une grande banque de Copenhague, le troisième une entreprise bancaire de province, et le quatrième la Landmandsbank elle-même. Ce jury doit examiner en*

*quoi les garanties accordées à la Landmandsbank seraient susceptibles de léser les intérêts des autres banques, si la situation nouvelle de cette banque n'exige pas l'engagement de capitaux trop considérables ; enfin, il doit donner son avis au Ministre du Commerce sur les points que celui-ci lui demandera d'éclaircir.*

Quelque fâcheux qu'ait pu être le malaise bancaire, il n'en est pas moins certain que, grâce aux mesures qu'il a entraînées, ce malaise a contribué à l'assainissement du marché intérieur. Pendant toute l'année 1923, en effet, on remarque une diminution constante des avances des banques et, par conséquent, une régression de l'inflation. De 3.023 millions de couronnes au 1<sup>er</sup> janvier 1923 les avances des banques reculent à 2.768 millions le 1<sup>er</sup> décembre, moins à cause du relèvement du taux d'escompte à 6 % qui n'intervient que le 30 avril, que par une plus grande prudence de la part des banques dans l'octroi de leurs crédits. Et si, durant cette année, la circulation fiduciaire a augmenté de 30 millions (passant de 442 millions à 472), c'est surtout le fait de l'intervention de la Banque Nationale dans la réorganisation des banques privées, son portefeuille commercial ayant diminué de 16 millions (169 millions contre 185) d'après les chiffres indiqués au bilan du 31 juillet.

Le commerce, toutefois, s'était ressenti des désordres bancaires et le niveau des prix de gros passait de 180 en décembre 1922 à 210 en décembre 1923. D'autre part, le déficit de la balance du commerce était encore supérieur (347 millions) aux disponibilités provenant du fret.

Traduisant les nouvelles difficultés économiques et financières du Danemark, les changes étrangers, aidés par la spéculation, étaient remontés, et alors qu'en janvier la livre sterling ne valait que 23,51 couronnes, elle valait en janvier 26,12 couronnes.

Pour enrayer la baisse du change et préparer le retour à une situation monétaire normale, le Ministère des Finances, la Banque Nationale et les quatre grandes banques privées s'entendirent pour constituer une « caisse de compensation des changes » (loi du 16 novembre 1923).

La première dotation de ce fonds fut de 5 millions de livres sterling, souscrite à raison de 2 millions par la trésorerie d'Etat, 2 millions par la Banque Nationale et 1 million par les banques privées.

Mais bientôt la Banque Nationale fût obligée de se procurer un crédit de 5 millions de dollars pour pouvoir mettre à la disposition de l'Etat et des communes, l'argent nécessaire au service des intérêts et de l'amortissement de leurs emprunts à l'Etranger.

#### B. — LE RETOUR A UNE SITUATION NORMALE.

Les conditions économiques requises pour le retour à l'étalon or se réalisèrent peu à peu durant les années 1924, 1925 et 1926.

La production industrielle et agricole revenait à son niveau

d'avant guerre et même, grâce aux perfectionnements apportés à la culture et à un élevage intensif, certaines branches marquaient un sérieux progrès.

Il en résultait un accroissement significatif des exportations en général et spécialement des produits agricoles.

### LES EXPORTATIONS DE PRODUITS AGRICOLES DU DANEMARK

| Années    | Bêtes<br>à cornes | Porcs  | Lard    | Beurre | Oufs    |
|-----------|-------------------|--------|---------|--------|---------|
| 1920..... | 61 (1)            | 54 (1) | 40 (2)  | 75 (2) | 273 (3) |
| 1921..... | 131               | 9      | 85      | 92     | 324     |
| 1922..... | 82                | 10     | 111     | 95     | 367     |
| 1923..... | 129               | 164    | 171     | 111    | 399     |
| 1924..... | 173               | 206    | 196     | 122    | 416     |
| 1925..... | 82 (4)            | 12 (4) | 191 (4) | 121    | 407     |
| 1926..... | 159               | 18     | 187     | 131    | 415     |

(1) En millions d'unités.  
 (2) En millions de kgs.  
 (3) En millions de douzaines.  
 (4) La diminution temporaire dans les quantités de bétail exportées durant l'année 1925 provient d'une interdiction d'importation, du fait de l'Allemagne.

Le déficit de la balance du commerce diminua et fut toujours largement couvert par les bénéfices provenant du fret.

D'autre part, grâce aux sévères limitations de crédit (1) et

(1) L'Etat de son côté avait cessé de se faire consentir des avances par la Banque Nationale et son compte qui était encore débiteur de 24 millions de couronnes en fin 1924, était créancier de 10 millions fin 1925 et de 8 millions fin 1926.

à un taux d'escompte élevé (1), l'inflation se résorba entraînant une diminution correspondante dans le niveau des prix de gros. Ceux-ci tendaient à se rapprocher du niveau des prix mondiaux. A la hausse de la valeur interne de la couronne correspondait une hausse de sa valeur externe qui visait ainsi à égaliser le pair. Pratiquement, cette amélioration devait se traduire sur le marché des changes par une baisse des devises étrangères.

#### QUELQUES CHIFFRES TRADUISANT LA SITUATION ECONOMIQUE DU DANEMARK DE 1921 A 1926

| Fin<br>de<br>l'année | Excédent des<br>Importations | Frêt | Avances<br>banques | Portefeuille<br>Banque Nat <sup>le</sup> | Billets | Prix<br>gros | Cours<br>de la £ |
|----------------------|------------------------------|------|--------------------|------------------------------------------|---------|--------------|------------------|
|                      | (1)                          | (1)  | (1)                | (1)                                      | (1)     |              | (2)              |
| 1921                 | 133                          | 205  | 3478               | 136                                      | 481     | 250          | 22.45            |
| 1922                 | 269                          | 190  | 3121               | 249                                      | 432     | 179          | 22.18            |
| 1923                 | 347                          | 240  | 2781               | 212                                      | 447     | 201          | 24.45            |
| 1924                 | 212                          | 270  | 2630               | 186(3)                                   | 470     | 228          | 26.62            |
| 1925                 | 133                          | 198  | 2299               | 104                                      | 448     | 212          | 19.50            |
| 1926                 | 106                          | 165  | 1966               | 105                                      | 408     | 168          | 18.20            |

(1) En millions de couronnes.  
 (2) Cours moyen de chaque année.  
 (3) Au milieu de l'année, le portefeuille de la Banque Nationale était de 30 % environ plus élevé. Le maximum fut atteint en août avec 227 millions de couronnes.

D'ailleurs, l'Etat, d'accord avec la Banque Nationale, avait

(1) 7 % au 16 janvier 1924, au 24 août 1925 6 % jusqu'au 7 septembre, 5 1/2 % ensuite.

peu à peu mis sur pied un plan d'action pour enrayer la spéculation sur la devise nationale et profiter des circonstances économiques plus favorables afin de ramener la couronne au pair d'avant-guerre.

La loi du 29 mars 1924 crée une « Caisse Centrale des changes » administrée par 3 membres : deux nommés par le Ministre des Finances, le troisième par la Banque Nationale (art. I). Le but de cette caisse est d'améliorer la devise danoise (art. II). Le Ministre du Commerce (art. III) est autorisé à décider que quiconque, au moment où la loi est mise en application ou plus tard, vient à avoir à sa disposition des valeurs étrangères, directement ou indirectement, doit en faire la déclaration à la « Caisse des Changes ». Et celle-ci, si le détenteur ne l'a pas requis de lui-même, a le droit d'exiger que ces créances étrangères lui soient rétrocédées au cours moyen des six dernières bourses. Inversement, la caisse fournit aux particulier les valeurs nécessaires au paiement de leurs dettes sur l'Etranger.

Le second groupe de dispositions ayant pour but la restauration financière ressort de la loi du 20 décembre 1924, elle-même modifiée par la loi du 15 décembre 1925.

L'article I prolonge jusqu'en fin décembre 1926 les dispositions du 2 août 1914 sur le cours forcé.

L'article II autorise le Gouvernement à se procurer un crédit de 40 millions de dollars pour maintenir le cours de la couronne.

Aux termes de l'article III, la Banque Nationale doit agir sur le marché des changes pour que le cours du dollar à la Bourse de Copenhague ne dépasse 5,74 jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 1925, puis 5,60 jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1926, 5,46 pendant les six mois suivants et, enfin, 5,32 pour les six mois expirant le 1<sup>er</sup> janvier 1927 (1).

L'article IV institue une commission de 15 députés pour suivre la situation financière.

L'article V autorise un emprunt de 40 millions de couronnes pour le remboursement par l'Etat à la Banque Nationale de sa dette de 40 millions, successive à la souscription des actions de préférence de la Landmandsbank. D'autre part, il prévoit certaines augmentations d'impôts pour amplifier « l'aisance de la Trésorerie ».

L'article VI fixe à 50 millions de couronnes le montant maximum des bons du Trésor que celui-ci peut être amené à émettre ; son droit de se faire consentir des avances par la Banque était supprimé.

L'article VIII est relatif à la prolongation des privilèges de la « Caisse Centrale des Changes ».

Les circonstances économiques favorables de cette période, mises à profit grâce aux mesures prises par le Gouvernement, contribuèrent à la hausse de la devise danoise qui, fin décembre 1926, était à peu près revenue à son ancienne parité-or.

(1) La loi du 15 décembre 1925 a ramené le cours maximum à 4,35.

## COURS MOYEN DU CHANGE DANOIS EN 1926

| Mois           | Livre Sterling | Dollar | Valeur or<br>de la couronne |
|----------------|----------------|--------|-----------------------------|
| Janvier.....   | 19.58          | 4.04   | 92.3                        |
| Février.....   | 19.12          | 3.95   | 94.4                        |
| Mars.....      | 18.60          | 3.84   | 97.2                        |
| Avril... ..    | 18.57          | 3.83   | 97.4                        |
| Mai.....       | 18.54          | 3.82   | 97.6                        |
| Juin... ..     | 18.36          | 3.78   | 98.6                        |
| Juillet.....   | 18.34          | 3.78   | 98.7                        |
| Août.....      | 18.27          | 3.77   | 98.8                        |
| Septembre..... | 18.27          | 3.77   | 98.9                        |
| Octobre.....   | 18.25          | 3.77   | 99.0                        |
| Novembre.....  | 18.21          | 3.76   | 99.2                        |
| Décembre.....  | 18.20          | 3.73   | 99.2                        |
| Pair.....      | 18.16          | 3.73   |                             |

C'est dans ces conditions que le gouvernement décida de mettre fin à la situation exceptionnelle consécutive à la guerre et d'abroger la loi du 2 août 1914.

La loi du 26 décembre 1926 prescrit le retour à l'étalon-or à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1927.

« A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1927, l'obligation pour la Banque Nationale d'échanger sur simple demande, ses billets contre de l'or, est de nouveau en vigueur. Toutefois, le Ministre des Finances est autorisé à décider (1) que jusqu'à la fin de l'année 1929 la banque n'est tenue de faire cet échange que pour

(1).Ce qu'il fit par un Décret du même jour.

une somme de 28.000 couronnes, ou un multiple de celui-ci (1).

« L'échange, calculé à raison de 2.480 couronnes par kilog d'or fin, peut se faire, au choix de la Banque, en or monnayé, en or en barres, ou sous toute autre forme. »

L'interdiction d'exporter l'or et l'argent fut levée le 11 janvier 1927.

---

(1) Cette restriction retarde donc pratiquement de 3 ans le retour de l'or dans la circulation courante. Cette mesure est semblable à celle qu'adopta l'Angleterre lors du retour à l'étalon-or en 1925. Son but est spécialement d'éviter des difficultés possibles du fait d'une thésaurisation éventuelle de l'or.

LA SUÈDE  
ET  
LA NORVÈGE



## LA SUÈDE ET LA NORVÈGE

---

### **Situation Géographique et Economique.**

La situation géographique et partant les conditions économiques de la Norvège et de la Suède ne sont pas absolument identiques à celles du Danemark, quoique ces trois pays fassent ensemble partie du bloc Scandinave.

La situation de chacun d'eux est fonction de conditions naturelles différentes.

Le Danemark est un pays de plaines, donc essentiellement agricole. C'est en outre un important carrefour de routes maritimes, par conséquent une nation dont le commerce international est intense.

La Norvège et la Suède, au contraire, sont des pays montagneux : la pêche y remplace l'élevage et ce sont leurs richesses en matières premières qui expliquent le courant d'affaires, important, qu'ils entretiennent avec l'Etranger et les bénéfices qu'ils en retirent. De plus, un facteur nouveau, fonction de leur situation géographique, intervient et les handicape : leur climat.

Tantôt réunis, tantôt séparés, suivant que le monarque de l'un ou de l'autre pays parvenait ou non à réunir les deux

couronnes sur sa tête, la Suède et la Norvège se sont définitivement séparés en 1905.

\*  
\*  
\*

Le royaume de Suède, occupant la partie orientale de la péninsule scandinave couvre une superficie de 448.459 kilomètres carrés (1). Au point de vue physique, il se divise en trois parties. La région méridionale essentiellement basse est constituée par des plaines très fertiles parsemées de grands lacs : c'est la « Sudermanie » (Gotaland, Smaaland et Blekingie, la Normandie Suédoise). La « Dalécarlie », qui est la partie médiane du territoire suédois, au-dessus de Stockolm, est une région de moyens plateaux. Les territoires septentrionaux, le Norrland et la Laponie sont couverts de montagnes et il n'y a de plaines qu'aux abords du rivage de la mer.

La Suède a une population de 6.074.368 habitants, soit une densité moyenne de 14,8 habitants par kilomètre carré. La population des villes est de 1.887.000 habitants, soit un peu moins du 1/3 de la population totale. Celle des campagnes est de 4.186.000 habitants.

L'activité de la population se répartit comme suit entre les différentes professions :

|                                    |                      |
|------------------------------------|----------------------|
| Agriculture et vie champêtre ..... | 2.266.755 habitants. |
| Industrie .....                    | 1.851.000 »          |

(1) Tous les chiffres donnés pour la Suède sont ceux cités par le Statistisk Aarbog de 1927.

|                                             |         |   |
|---------------------------------------------|---------|---|
| Commerce et banques .....                   | 757.000 | » |
| Professions libérales et administratives... | 271.270 | » |
| Domestiques .....                           | 219.384 | » |
| Rentiers .....                              | 537.905 | » |

De par sa constitution physique, la Suède est avant tout un pays de forêts et la superficie des terres cultivées est excessivement faible par rapport à la superficie totale.

|                           |                     |
|---------------------------|---------------------|
| Terres cultivées .....    | 3.869.864 hectares. |
| Prairies et jardins ..... | 972.900 »           |
| Forêts .....              | 24.583.721 »        |
| Terrains incultes .....   | 11.691.665 »        |

La Suède, pays relativement peu agricole, tire ses principales richesses de ses bois et de son sous-sol : minerais de fer, plomb, cuivre, zinc, etc.

En 1925, les revenus des forêts domaniales et privées étaient estimés à 25 millions 1/2 de couronnes, pour un total de 5 millions d'arbres abattus.

Durant cette même année, l'extraction du minerai de fer avait porté sur 8,5 millions de tonnes.

L'industrie s'est modelée sur les conditions naturelles du pays : elle est, pour la plus grande partie, constituée par des manufactures de pâtes à papier, des usines métallurgiques et des manufactures d'allumettes.

Le commerce international de la Suède consiste principalement dans l'échange des matières premières qu'elle possède

contre les produits fabriqués et les denrées alimentaires. Il se fait principalement avec :

|                  |              |         |              |     |
|------------------|--------------|---------|--------------|-----|
| l'Angleterre :   | importations | 221 (1) | exportations | 384 |
| l'Allemagne :    | —            | 459     | —            | 191 |
| le Danemark :    | —            | 117     | —            | 90  |
| les Etats-Unis : | —            | 199     | —            | 172 |

La monnaie légale est la couronne, équivalant à 1,39 francs de la loi de germinal : elle est divisée en 100 ore. D'autre part, jusqu'en 1920, les pièces et les billets danois et norvégiens avaient cours en Suède.

La « Banque Royale » est aujourd'hui seul institut d'émission (2). C'est en 1868 qu'elle est devenue banque d'Etat. Ancienne banque privée, elle fut fondée par Palmstruck en 1656. Son capital est de 50 millions de couronnes. L'encaisse métallique doit couvrir le montant des billets en circulation pour au moins 40 % : cependant celle-ci ne doit jamais être inférieure à 40 millions de couronnes .

\*  
\* \*

Le royaume de Norvège occupe la partie occidentale de la Péninsule Scandinave. Sa superficie est de 323.793 kilomètres carrés et sa population 2.788.000 habitants, soit une densité de 8,9 habitants par kilomètre carré. C'est donc le moins peuplé

(1) En millions de couronnes.

(2) Jusqu'en 1897, 27 autres banques partageaient avec elle le privilège d'émission.

dés trois pays scandinaves, ce qui s'explique fort bien par le fait que c'est un pays presque entièrement recouvert du Sud au Nord par des montagnes souvent très élevées faisant partie de la chaîne scandinave. La population se trouve par conséquent disséminée sur le rivage dans les fjords que la mer a creusés dans le roc.

Etant donné les conditions naturelles qui lui sont propres, l'expansion économique de la Norvège s'est effectuée dans un sens tout à fait particulier. Son activité se trouve concentrée presque exclusivement dans l'exploitation des forêts, l'extraction des minerais (cuivre, pyrites, argent et nickel, fer, etc.), la pêche, la navigation. Fournissant aux autres pays les matières premières, la Norvège obtient d'eux les produits manufacturés et les denrées alimentaires qui lui sont nécessaires.

Les principaux courants d'échange s'établissent surtout avec les pays suivants :

|                  |                  |     |                  |     |
|------------------|------------------|-----|------------------|-----|
| l'Angleterre :   | importations (1) | 311 | (2) exportations | 306 |
| l'Allemagne :    | —                | 280 | —                | 106 |
| les Etats-Unis : | —                | 194 | —                | 111 |
| la Suède :       | —                | 93  | —                | 61  |
| le Danemark :    | —                | 83  | —                | 46  |

La balance du commerce de la Norvège n'a jamais cessé d'être déficitaire. Mais l'excédent des importations sur les exportations est, comme pour les deux autres pays scandinaves,

(1) Chiffres donnés pour 1925.

(2) En millions de couronnes.

largement compensé par les ressources que procure le fret. En 1925, le déficit de la balance du commerce était de 330 millions de couronnes (1.378 millions contre 1.048 millions), le fret a fourni 486 millions.

La monnaie légale est la couronne équivalent à 1,39 francs de la loi de germinal, an onze ; elle est divisée en 100 ore.

La Banque de Norvège fondée en 1816 et réorganisée en 1900 est le seul institut d'émission. Elle est au capital de 19 millions de couronnes.

La Banque est autorisée à émettre tous les billets que le commerce et l'industrie lui réclameront. Mais l'émission métallique doit toujours couvrir au moins 40 % du montant total des billets mis en circulation.

La Banque est, en outre, chargée du mouvement général des fonds du trésor, mais elle ne doit en aucun cas lui consentir d'avance.

## LA SUÈDE

---

### I. — 1914-1919

Au 2 août 1914, la Suède, comme les autres pays européens, abandonne l'étalon-or et suspend l'obligation pour la « Banque royale » d'échanger ses billets contre de l'or.

Comme pour le Danemark, en raison des restrictions nombreuses apportées au commerce international, il se produit une rupture entre la valeur interne et la valeur externe de la couronne suédoise, qui, en 1918 par exemple, se trouvent être respectivement de 45 et 122.

#### A. — *Valeur externe de la couronne suédoise.*

La hausse de la valeur externe de la couronne suédoise a pour cause, elle aussi, une balance des comptes exceptionnellement favorable. Mais les bénéfices ainsi réalisés par la Suède dans ses relations internationales sont plus élevés que pour le Danemark (1) et c'est ce qui explique que la hausse de la valeur externe (2) de la couronne suédoise était plus élevée que celle de la couronne danoise.

(1) 3.000.000 de couronnes pour la Suède contre 1.750.000 pour le Danemark.

(2) Voir le tableau page 92.

### VALEUR INTERNE ET EXTERNE DES COURONNES SCANDINAVES

| Années   | VALEUR EXTERNE      |                      |                              | VALEUR INTERNE      |                      |                              |
|----------|---------------------|----------------------|------------------------------|---------------------|----------------------|------------------------------|
|          | Couronne<br>Danoise | Couronne<br>Suédoise | Couronne<br>Norvé-<br>gienne | Couronne<br>Danoise | Couronne<br>Suédoise | Couronne<br>Norvé-<br>gienne |
| 1914.... | 100                 | 100                  | 100                          | 100                 | 100                  | 100                          |
| 1915.... | 94                  | 96                   | 95                           | 86                  | »                    | 85                           |
| 1916.... | 104                 | 106                  | 105                          | 74                  | 71                   | 65                           |
| 1917.... | 108                 | 119                  | 112                          | 65                  | 60                   | 52                           |
| 1918.... | 112                 | 122                  | 114                          | 55                  | 45                   | 39                           |
| 1919.... | 89                  | 97                   | 91                           | 47                  | 39                   | 36                           |
| 1920.... | 61                  | 78                   | 60                           | 38                  | 37                   | 33                           |
| 1921.... | 66                  | 83                   | 55                           | 42                  | 42                   | 34                           |
| 1922.... | 77                  | 97                   | 65                           | 50                  | 52                   | 40                           |
| 1923.... | 68                  | 99                   | 61                           | 49                  | 57                   | 41                           |
| 1924.... | 62                  | 99                   | 52                           | 47                  | 58                   | 40                           |
| 1925.... | »                   | »                    | »                            | »                   | 57                   | 39                           |

Tandis qu'en 1914, la Balance du Commerce de la Suède avait été déficitaire, elle laissait un bénéfice de 45 millions de couronnes en 1914, de 173 millions de couronnes en 1915, de 417 millions et 590 millions en 1916 et 1917, avec l'excédent de 117 millions en 1918, c'est donc une somme de 1.342 millions de couronnes en devises étrangères qui a été mise de ce fait, à la disposition de la Suède pendant la guerre.

D'autre part, le fret fournit 1.635 millions de couronnes.

Ces disponibilités ont été employées de différentes manières. Une partie a servi au rapatriement de titres suédois. Une

autre partie a été placée à l'Etranger de différentes façons, sous forme de participations industrielles, d'achats de titres, etc... Et, pour les avoirs des banques à l'étranger pour lesquels on a des chiffres sûrs, on constate une augmentation de près de 460 millions par rapport aux chiffres de 1913 (583 millions de couronnes contre 124 millions).

Une troisième partie a servi à des achats d'or, l'encaisse métallique de la Banque Royale s'étant accrue de près de 200 millions.

Le reste s'est trouvé directement porté sur le marché des changes et a contribué à la hausse de la devise suédoise.

#### COURS MOYEN DU CHANGE SUÉDOIS

|           | Dollar<br>Pair 3,73 | Livre Sterling<br>Pair 18,16 | Francs<br>Pair 72,00 | Marks<br>Pair 88,89 |
|-----------|---------------------|------------------------------|----------------------|---------------------|
| 1913..... | 3.75                | 18.24                        | 72.26                | 89.12               |
| 1914..... | 3.80                | 18.46                        | 73.46                | 88.43               |
| 1915..... | 3.86                | 18.35                        | 69.92                | 79.43               |
| 1916..... | 3.50                | 16.60                        | 59.30                | 62.54               |
| 1917..... | 3.13                | 14.84                        | 54.17                | 48.14               |
| 1918..... | 3.09                | 14.64                        | 54.93                | 52.75               |
| 1919..... | 3.96                | 17.45                        | 56.39                | 8.61                |
| 1920..... | 4.92                | 17.93                        | 34.68                | 5.49                |
| 1921..... | 4.46                | 17.12                        | 33.31                | 0.93                |
| 1922..... | 3.83                | 16.93                        | 31.48                | »                   |
| 1923..... | 3.77                | 17.24                        | 23.00                | »                   |
| 1924..... | 3.76                | 16.66                        | 19.86                | ( <sup>1</sup> )    |
| 1925..... | 3.73                | 17.99                        | 17.88                | 88.76               |
| 1926..... | 3.74                | 18.16                        | 12.28                | 89.01               |

(1) Rentenmark.

*B. — Valeur interne de la couronne suédoise.*

Au Danemark, pendant les années de guerre, les avances accordées à l'étranger avaient affranchi les banques privées de la Banque Nationale en leur permettant de développer leurs prêts à l'intérieur. De la part de la Banque Royale de Suède, il n'y eut pas de crédits correspondants et si les banques privées ont dû consentir de semblables avances à leurs correspondants étrangers, ce fut seulement pour de très courts laps de temps (généralement de 2 à 4 semaines).

Il n'y eut pas non plus d'avance proprement dite à l'Etat et une seule fois le compte de l'Etat à la Banque Royale avait été débiteur. D'ailleurs, la Trésorerie suédoise ne pouvait pas tirer directement sur la Banque d'Etat, comme le faisait la Trésorerie danoise.

L'Etat se procurait les ressources exceptionnelles dont il pouvait avoir besoin pour l'émission d'emprunts. Et c'était en facilitant ces émissions, soit en faisant partie des consortiums qui lançaient l'emprunt, soit en escomptant les « traites royales » que la Banque venait en aide à l'Etat. Un emprunt hypothécaire de 23 millions de couronnes fut lancé en 1914, des émissions de « lettres de changes » eurent lieu en 1917 pour un montant de 58 millions de couronnes et 165 millions en 1918. Pour le surplus, d'autres emprunts furent effectués avec l'aide directe de la Banque Royale, soit que celle-ci ait mis directement les crédits à la disposition de la trésorerie d'Etat,

soit que, en qualité de « commissionnaire » de la Trésorerie d'Etat, elle ait vendu les lettres de change au public, aux institutions d'Etat, etc...

Les émissions alourdirent peu à peu la position de la Banque royale, elles couvrirent à la longue le portefeuille et, par suite, la circulation fiduciaire. Finalement les scrupules de la Trésorerie d'Etat devinrent si grands qu'elle passe, le 30 mai 1918, une convention avec des banques privées pour faire mettre à sa disposition une somme de 550 millions de couronnes, correspondant au montant que le Parlement avait accordé en 1917 et 1918 pour financer l'approvisionnement de la nation en denrées alimentaires et en matières premières. Ce procédé n'était en réalité qu'un emprunt d'Etat, mais à courtes échéances, et il fût remboursé en totalité dans le courant de 1920.

En résumé, le gouvernement suédois s'était procuré de l'argent en mettant en circulation dans le public des lettres de change, et une partie de celles-ci venait grossir d'autant le portefeuille de la Banque Royale, et entraînait à sa suite un accroissement de la circulation fiduciaire.

Indépendamment de cela, il est évident que la Banque Royale a réescompté plus d'effets commerciaux que la Banque Nationale du Danemark (*voir tableau page 96*).

Et si pendant les premières années de la guerre, le portefeuille de la Banque Royale est en diminution par rapport à la moyenne des années précédentes, à la fin de l'année 1918 il

### PORTEFEUILLE COMPARÉ DES BANQUES D'ÉMISSION SCANDINAVES (1)

| Années       | Banque Nationale<br>danoise | Banque Royale<br>Suédoise | Banque de Norvège |
|--------------|-----------------------------|---------------------------|-------------------|
| 1913 (2).... | 39                          | 157                       | 59                |
| 1914.....    | 63                          | 175                       | 99                |
| 1915.....    | 55                          | 113                       | 66                |
| 1916.....    | 57                          | 121                       | 114               |
| 1917.....    | 33                          | 186                       | 170               |
| 1918.....    | 56                          | 280                       | 249               |
| 1919... ..   | 177                         | 453                       | 343               |
| 1920.....    | 188                         | 541                       | 440               |
| 1921.....    | 137                         | 525                       | 412               |
| 1922.....    | 249                         | 432                       | 359               |
| 1923.....    | 212                         | 435                       | 323               |
| 1924.....    | 187                         | 454                       | 244               |
| 1925.....    | 104                         | 371                       |                   |
| 1926.....    | 101                         | 238                       |                   |

(1) En millions de couronnes.  
(2) Fin de l'année.

est réellement plus important, l'ensemble du portefeuille et le total des effets réescomptés étant respectivement de 120 et 60 millions plus élevé qu'en 1913. Pour la Banque Nationale du Danemark, l'augmentation est à peine de 20 millions de couronnes.

Cependant, quoique l'augmentation du portefeuille ait contribué à l'accroissement de la circulation fiduciaire, elle ne fut pas la cause unique qui fit passer cette dernière de 234 millions, fin 1913, à 813,5 millions fin 1918. D'autres facteurs ont contribué à cette hausse.

Les avances sur titres qui s'élevaient à 16 millions fin 1913, sont passées respectivement à 39, 22, 52, 120 et 180 millions de couronnes, les années suivantes, tandis que ce même poste au bilan de la Banque Nationale avait tout au plus augmenté de 50 % (15 millions de couronnes contre 10). D'autre part, une partie de l'augmentation de la circulation fiduciaire est due aux achats d'or dont les réserves s'élèvent à 286,4 millions de couronnes en 1918, soit 200 millions de plus qu'au commencement de la guerre.

Comme la réserve d'or de la Banque Nationale ne s'est accrue que d'environ 100 millions de couronnes pendant la même période, une partie des achats d'or de la Banque Royale a eu le même résultat sur l'augmentation de la circulation fiduciaire suédoise que les avances faites à l'étranger par la Banque Nationale l'ont eu sur la circulation fiduciaire danoise.

Donc, pour étendre leurs crédits, les Banques privées suédoises ont dû s'adresser à l'institut d'émission. Mais celui-ci fut très libéral et leur donna toutes facilités pour effectuer leurs opérations en leur accordant par le réescompte et les avances sur titres, les billets dont elles avaient besoin. Toutefois, la politique d'escompte de la Banque Royale fut moins relâchée que celle de la Banque Nationale et si elle abaissa son taux d'escompte à 5 1/2 % dès janvier 1915 et à 5 % le 1<sup>er</sup> mai 1916, elle n'hésita pas à le relever à 5 1/2 % en novembre 1916, à 6 % en septembre 1917 et à 7 % en décembre de la même année.

Cela n'avait cependant pas empêché l'inflation de faire son œuvre, la somme des moyens de paiement mise à la disposition de la Suède étant passée de 2.712 millions de couronnes fin 1914 à 5.372 fin 1918. La valeur interne de la couronne était plus que moitié moindre d'avant-guerre (1) et l'indice des prix de détail s'élevait à 219.

## II. — Les années d'après-guerre.

Au cours de l'année 1919, la valeur externe (1) de la couronne suédoise tomba proportionnellement presque aussi fort que celle de la couronne danoise. Mais en 1920, la baisse fût plus forte.

La situation était à peu près la même pour les deux pays. Les grands besoins du pays en matières premières et en produits manufacturés de toute sorte pour reconstituer les stocks épuisés ainsi que la réception de marchandises commandées pendant les années de guerre, et presque subitement livrées toutes ensembles, amenèrent une augmentation considérable des importations en quantité.

D'autre part, l'augmentation en valeur fût accentuée du fait de la hausse des prix mondiaux. Le déficit de la balance commerciale atteint 958 millions en 1919 et 1.200 millions en 1920, sans que le fret puisse parvenir à en couvrir plus d'un tiers.

(1) Voir tableau page 92.

Mais, comme les exportations suédoises, à cette époque atteignaient en couronnes danoises, à peu près un milliard de plus que les exportations danoises et que la valeur des importations dans les deux pays était la même, il y avait un milliard de moins à couvrir en Suède.

D'autre part, comme la Suède avait à sa disposition une plus grande quantité de devises étrangères, on comprend fort bien que la chute de la valeur externe de la couronne suédoise fût moindre. D'autant plus que dès juin 1919, elle avait émis un emprunt de 25 millions de dollars aux Etats-Unis, afin de financer une partie des excédents d'importations qu'elle avait été obligée d'effectuer.

Il faut aussi ajouter que l'aggravation de l'inflation qui, de son côté, tend à accroître les importations, fut également moindre en Suède qu'au Danemark. Evidemment, l'indice des crédits passa pour le Danemark de 265 millions en 1918 à 350 en 1919 et 399 en 1920, et pour la Suède de 196 à 247 et 272, ce qui donne à peu près le même pourcentage d'augmentation pour chaque année. Mais, la somme totale des crédits déjà accordé par les banques danoises était bien plus élevée que la somme de ceux accordés par les banques suédoises, et par conséquent, ce pourcentage identique de hausse de l'indice des crédits ne devait pas avoir la même signification pour les deux pays.

Si la dépréciation de la devise suédoise fut moindre que celle de la devise danoise, c'est en grande partie parce que la

politique financière de la Suède fut conduite avec plus de circonspection.

Un certain nombre de mesures de sauvegarde ont été prises par la Banque d'Etat, soit pour déterminer un certain nombre de restrictions dans l'octroi des crédits en général, soit pour instaurer un contrôle sévère de l'emploi des crédits dans les sociétés par actions.

On avait même pensé, à cette époque, « à une rationalisation des crédits » en créant une institution spéciale, dont le but eût été de contrôler le financement des nouvelles sociétés par actions et les besoins d'agrandissement des anciennes affaires. Mais, dans le désir de ne pas revenir à la politique de restriction instaurée pendant la guerre, on se borna à instituer une commission spéciale au sein même du syndicat des banques privées.

Quant au taux d'escompte, il ne fût pas ménagé par la Banque Royale. Déjà fixé à 7 % bien avant la cessation des hostilités, il ne descendit à 6 1/2 % et à 6 % qu'en janvier et juin 1919, pour remonter à la fin de cette année à 7 % et même à 7 1/2 en septembre 1920.

D'autre part, un certain pourcentage de l'augmentation des crédits pendant la guerre était dû aux disponibilités qu'il avait fallu accorder à la « Commission Spéciale du Temps de Guerre », chargée de réunir les approvisionnements indispensables en denrées alimentaires. Or, dès la cessation des hostilités, cette commission entreprit énergiquement de se débar-

rasser de ses stocks aussi bien dans le pays qu'à l'Etranger. De ce fait, la totalité des sommes qui lui avaient été avancées par l'Etat fut remboursée à celui-ci dans le courant de l'année 1920, excepté les 70 millions de couronnes qui représentaient la perte de cette liquidation.

L'inflation avait atteint son maximum en 1920, l'ensemble des crédits accordés par les banques étant de 6.652 millions de couronnes (2.473 en 1914) et la circulation fiduciaire de 73 millions (239 en 1914).

#### INDICES DES PRIX DE GROS ET DU COUT DE LA VIE EN SUÈDE

| ANNÉES     | PRIX DE GROS | COUT DE LA VIE |
|------------|--------------|----------------|
| 1913 ..... | 100          | »              |
| 1914 ..... | 105          | 100            |
| 1915 ..... | 145          | 115            |
| 1916 ..... | 185          | 130            |
| 1917 ..... | 244          | 159            |
| 1918 ..... | 335          | 224            |
| 1919 ..... | 330          | 260            |
| 1920 ..... | 359          | 268            |
| 1921 ..... | 222          | 237            |
| 1922 ..... | 173          | 193            |
| 1923 ..... | 163          | 176            |
| 1924 ..... | 162          | 174            |
| 1925 ..... | 161          | 176            |
| 1926 ..... | 150          | 170            |
| 1927 ..... | »            | 169            |

Mais une fois disparues les difficultés passagères occasionnées par la nécessité d'une réadaptation de l'Economie Nationale, la Suède marcha à grands pas vers le retour à une situation normale.

L'inflation se résorba peu à peu, la somme des moyens de paiement mise à la disposition de la nation étant, dès 1924, à peine du double de la moyenne d'avant-guerre. Les prix, aussi bien les prix de gros que les prix de détail, tendaient à se rapprocher des prix mondiaux (1). Enfin, la balance des comptes, grâce aux importants bénéfices résultant du fret, avait retrouvé sa belle tenue d'avant-guerre, celui-ci et les « invisibles » couvrant bien au delà le déficit de la balance du commerce.

#### LE COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA SUÈDE de 1919 à 1926 (1).

|           | Importations | Exportations | Excédent des Importations | Fret |
|-----------|--------------|--------------|---------------------------|------|
| 1919..... | 2.533        | 1.575        | 958                       | 428  |
| 1920..... | 3.314        | 2.278        | 1.035                     | 198  |
| 1921..... | 1.258        | 1.097        | 161                       | 199  |
| 1922..... | 1.114        | 1.153        | — 39 (2)                  | 185  |
| 1923..... | 1.294        | 1.142        | 152                       | 201  |
| 1924..... | 1.424        | 1.260        | 163                       | 198  |
| 1925..... | 1.446        | 1.359        | 86                        | 209  |
| 1926..... | 1.489        | 1.419        | 70                        | »    |

(1) En millions de couronnes.  
(2) Excédent des exportations.

(1) Ils s'établissaient respectivement à 162 et 174 en 1924 contre 150 et 156 pour les Etats-Unis.

Dès 1923, la valeur de la couronne suédoise était de 99 % de son ancienne valeur-or. Et, toutes les conditions nécessaires pour la stabilisation au pair étant réunies, l'étalon-or fut rétabli dès le 1<sup>er</sup> avril 1924.



## LA NORVÈGE

---

### I. — 1914 à 1919.

Des trois pays scandinaves, la Norvège semble être celui où, pendant la guerre, l'inflation fut la plus accusée.

Pas plus qu'au Danemark et en Suède, il n'y eut de prêts directs de l'Institut d'émission à l'Etat. Seules les disponibilités de l'Etat, à la banque, ont diminué, passant de 14,8 millions en 1916 à 0,4 millions fin 1918.

L'Etat a pu équilibrer tous ses budgets malgré l'apparition des nouvelles causes de dépenses, en instituant des impôts indirects nouveaux (droits sur la farine, la bière, les harengs). Et seules, les « dépenses de capital » ont été couvertes par l'emprunt.

Mais, à la fois, les importantes avances consenties à l'étranger pour développer le commerce d'exportation et l'accroissement du nombre des effets portés au réescompte de la Banque de Norvège, ont permis l'augmentation du nombre des moyens de paiement mis à la disposition de la nation. De 632 millions de couronnes en 1914, les avances des banques passaient à 2.907 millions et la circulation fiduciaire de 116 millions à 371 millions,

Après un léger recul en 1915, le portefeuille de la Banque de Norvège s'accroît pendant les années de guerre dans des proportions considérables passant de 99 millions de couronnes fin 1914 à 249 millions fin 1918.

Le portefeuille de la Banque Nationale du Danemark, au contraire, avait marqué une certaine régression et celui de la Banque Royale de Suède avait à peine augmenté de moitié.

Pour ce qui est des prêts accordés par les banques privées, soit aux commerçants norvégiens, soit directement à leurs clients étrangers, en contre-partie de l'expansion commerciale nouvelle du pays, l'augmentation est comparativement plus considérable encore. Tandis que de 1914 à 1918, le portefeuille des banques privées danoises avait triplé et celui des banques privées suédoises avait à peine doublé, celui des banques norvégiennes, durant la même période, avait presque sextuplé (1).

L'inflation avait été favorisée grâce à une politique d'es-compte excessivement molle : celui-ci avait oscillé constamment entre 5 et 5 1/2 %, pour être fixé à 6 % seulement à partir du 12 décembre 1917. Et, sur ce point, la banque d'émission est impardonnable, quoiqu'elle prétende qu'elle y avait été contrainte par la nécessité de mettre à la disposition des communes et des importateurs les crédits nécessaires au paiement des denrées de première nécessité.

(1) Voir tableau page 96. La moindre valeur de la couronne norvégienne pendant la guerre, par rapport aux deux autres couronnes scandinaves s'explique par l'importance plus considérable de la somme des moyens de paiement mis à la disposition de la nation.

L'inflation avait entraîné la hausse des prix et une baisse correspondante de la valeur interne de la couronne (1). L'indice des prix de détail était passé à 253 en juillet 1918 et la valeur interne de la couronne par rapport à l'ancienne parité-or se trouvait ramenée à 36 %.

Quelque peu brillante qu'ait été la situation financière intérieure de la Norvège durant la guerre, elle sut fort bien tenir sa place comme fournisseur des belligérants. Et même, comme cela s'était passé pour le Danemark, le développement exagéré du commerce extérieur fut en grande partie la cause de l'inflation, son financement nécessitant des prêts à l'étranger et permettant aux banques d'accroître leurs possibilités de crédits en dehors de la Banque d'émission.

Pendant les années de guerre, et malgré le développement pris par le commerce norvégien d'exportation, la balance du commerce continue à se solder chaque année en déficit. Pour l'ensemble des années de guerre, soit des années 1914 à 1918 inclus, l'excédent des importations se chiffre par 2 milliards de couronnes environ.

Par contre, les bénéfices provenant du fret augmentèrent chaque année, passant de 211 millions de couronnes en 1914 à 1.108 millions, au maximum, en 1917. Et les sommes ainsi gagnées, après avoir permis de solder les déficits de la balance du commerce, assurèrent à la Norvège une réserve considérable de devises étrangères.

(1) Voir tableau page 92.

La balance des comptes fait ressortir un solde créditeur de 1.900 millions de couronnes environ, chiffre légèrement plus élevé que pour le Danemark (1.750 millions). Ceci explique que la valeur externe de la couronne norvégienne était, à cette époque, légèrement supérieure à celle de la couronne danoise : ainsi, pour 1914, la valeur de la première est de 95, celle de la seconde 94 ; pour 1917 on a respectivement 112 et 108.

Comme pour la Suède et le Danemark, ces disponibilités ont été employées de diverses manières, notamment en prêts à l'Etranger, effectués par les grandes banques norvégiennes, les avoirs à l'Etranger de ces banques étant passé de 96 millions de couronnes en 1914 à 483,4 en 1918.

## II. — Les années d'après-guerre.

### A. — *Période de dévalorisation (1919-1924).*

Pendant l'année 1919, la couronne norvégienne s'est tenue à peu près au même niveau que la couronne suédoise, donc un peu au-dessus de la couronne danoise. Mais, au début de l'année 1920, elle commence à baisser et à partir de cette époque, la chute de la devise norvégienne est plus accentuée que celle des devises des deux autres pays. A la fin de l'année 1920, son cours est moindre que celui de la couronne danoise.

On peut incontestablement affirmer que cette évolution défavorable de la crise des changes en Norvège est due à la très

forte augmentation des crédits dans ce pays. A cette époque, l'indice des crédits était de 552 pour la Norvège, contre respectivement 347 et 260 pour le Danemark et la Suède.

### RAPPORT ENTRE L'AUGMENTATION DES CRÉDITS ET LA VALEUR EXTERNE DE LA DEVISE

|          | NORVÈGE          |                    | DANEMARK         |                    | SUÈDE            |                    |
|----------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|
|          | Indice du crédit | Val. ext. couronne | Indice du crédit | Val. ext. couronne | Indice du crédit | Val. ext. couronne |
| 1919.... | 521              | 91                 | 310              | 89                 | 239              | 91                 |
| 1920.... | 587              | 60                 | 347              | 61                 | 260              | 60                 |
| 1921.... | 572              | 55                 | 331              | 66                 | 246              | 55                 |
| 1922.... | 499              | 65                 | 278              | 77                 | 224              | 68                 |
| 1923.... | 437              | 61                 | 263              | 68                 | 197              | 61                 |
| 1924.... | 378              | 62                 | 249              | 62                 | 191              | 52                 |
| 1925.... | 356              | »                  | 219              | »                  | 183              | »                  |

Etant donné les plus fortes disponibilités de la Norvège en moyens de paiement étrangers, les effets de cette inflation furent en partie neutralisés et la dévalorisation de la devise nationale fut arrêtée.

D'autre part, à cette époque, la situation du commerce extérieur de la Norvège était meilleure que celle du Danemark.

En 1919, le déficit de la balance du commerce, défalcation faite de la part couverte par les ressources provenant du fret était de 1.012 millions de couronnes pour le Danemark et 769 millions pour la Norvège.

En 1920, les chiffres étaient respectivement de 738 et 506.

# LA BALANCE DES COMPTES NORVÉGIENNE DEPUIS 1919

(en millions de couronnes)

|           | Importations | Exportations | Excédent<br>importations | Fret |
|-----------|--------------|--------------|--------------------------|------|
| 1919..... | 2.583        | 782          | 1.801                    | 586  |
| 1920..... | 3.033        | 1.246        | 1.786                    | 660  |
| 1921..... | 1.463        | 637          | 825                      | 178  |
| 1922..... | 1.313        | 787          | 526                      | 113  |
| 1923..... | 1.342        | 830          | 511                      | 115  |
| 1924..... | 1.536        | 1.065        | 471                      | 138  |
| 1925..... | 1.378        | 1.048        | 330                      | 112  |
| 1926..... | 1.092        | 811          | 281                      | 153  |
| 1927..... | 984          | 684          | 300                      | 172  |

Cependant, pour la Norvège, il fallait inscrire au « débit » de la balance des comptes, les sommes nécessaires au paiement des navires commandés à l'Etranger (1).

Quoiqu'une partie de ces sommes fussent déjà payées et que certains contrats aient été annulés, ces paiements devaient forcément avoir une influence défavorable sur le marché des changes et c'est pour cette raison que l'Etat avait fait aux Etats-Unis un emprunt de 26 millions de dollars en septembre 1920.

Comme du fait de la crise économique et de la crise des changes, la demande de devises étrangères diminua, la cou-

(1) La Norvège avait passé commande aux chantiers anglais pour environ 1 million de tonneaux.

## COURS DU CHANGE NORVÉGIEN DEPUIS 1919

|      |              | Livre<br>Pair 48 46 | Dollar<br>Pair 3.73 |
|------|--------------|---------------------|---------------------|
| 1919 | Maximum..... | 19.00               | 3.55                |
|      | Minimum..... | 16.88               | 3.05                |
| 1920 | Maximum..... | 28.60               | 7.70                |
|      | Minimum..... | 26.60               | 4.91                |
| 1921 | Maximum..... | 31.75               | 8.45                |
|      | Minimum..... | 19.55               | 5.16                |
| 1922 | Maximum..... | 27.45               | 6.50                |
|      | Minimum..... | 23.00               | 5.21                |
| 1923 | Maximum..... | 31.00               | 7.02                |
|      | Minimum..... | 24.40               | 5.24                |
| 1924 | Maximum..... | 32.60               | 7.61                |
|      | Minimum..... | 29.70               | 6.59                |
| 1925 | Maximum..... | 31.30               | 6.61                |
|      | Minimum..... | 31.28               | 4.64                |
| 1926 | Maximum..... | 23.88               | 4.91                |
|      | Minimum..... | 19.40               | 4.91                |

ronne norvégienne dont la valeur-or avait été de 52 ore en septembre 1920, monta à 60 ore en mars 1921.

Pour cette année, l'excédent des importations sur les exportations fut pour la Norvège d'environ 826 millions de couronnes, tandis qu'il n'était que de 133 millions de couronnes pour le Danemark et 162 millions pour la Suède. De leur côté, les bénéfices provenant du fret diminuaient de moitié : 544 millions de couronnes contre 1.280 millions. La couronne norvégienne baissa de nouveau ; elle ne valait plus que 48 ore or en septembre 1921.

Une politique financière tendant à la diminution de la masse des moyens de paiement mis à la disposition de la nation devait se heurter à de grandes difficultés, étant donné les circonstances économiques du moment. La situation défavorable des pêcheries et des entreprises de navigation gênait les banques privées et pour pouvoir supporter les charges d'un portefeuille commercial trop lourd, elle devaient se faire aider par l'institut d'émission.

Les finances publiques, elles aussi, étaient obérées aussi bien celles de l'Etat que celle des communes, et le compte de l'Etat à la Banque devint débiteur. D'ailleurs, en raison, d'une part, de l'augmentation constante des dépenses publiques, du fait de la hausse des prix, de l'octroi de secours aux chômeurs, des subventions à la navigation et d'autre part, de la diminution des recettes consécutives à la crise économique, tous les exercices budgétaires se soldent en déficit à partir de 1920. Pour les couvrir, on a recours à l'emprunt et, c'est ce qui explique l'accroissement continu de la dette publique. De 357 millions de couronnes en 1914, celle-ci était passée à 1.129 millions en 1920 et à 1.610 millions en 1926 : 896,8 millions pour la dette extérieure et 713,8 pour la dette intérieure.

Toutefois, si en 1920 l'Etat eût recours à la Banque, il ne semble pas qu'il ait poursuivi ses demandes d'avances durant les années suivantes. Mais, les difficultés des banques privées rendaient difficile une diminution du volume total des crédits, la Banque de Norvège était obligée de maintenir à un niveau

très élevé les avances qu'elle consentait directement à ces banques et le montant des effets commerciaux qu'elles lui présentaient au réescompte.

Cependant, la crise s'atténuait peu à peu. De 1920 à 1922, l'indice des prix de gros fléchissait de 302 à 236 et la somme totale des crédits de 4.396 millions à 3.738 millions (les prêts de banques passant de 3.955 à 3.353 et la circulation fiduciaire de 440 à 384 millions. Au point de vue international, la balance des comptes était meilleure et le cours de la devise s'améliorait. Mais, quand en avril 1923 la crise bancaire eût atteint deux grandes banques de la capitale dont les comptes furent arrêtés même pour les créiteurs étrangers, la couronne norvégienne fit un nouveau bond qui l'amena des environs de 70 ore or, taux qu'elle avait atteint dans les premiers mois de 1923, en dessous de 50 ore or en février 1924.

La conséquence immédiate de la baisse de la devise nationale fut une hausse générale des prix. L'indice des prix de gros passa de 251 en janvier 1924 à 264 en mars, 261 en mai et 279 en décembre. En même temps, le coût de la vie s'élevait de 234 en décembre 1923 à 266 en décembre 1924.

Quant au cours des changes étrangers qui avait cessé de s'élever pendant les premiers mois de l'année 1924, il commence à baisser dès juin. Le dollar et la livre baissent d'environ 1 point dans le second semestre, n'étant plus en décembre que de 6,65 et 31,18 contre 7,50 et 32,26.

Cependant, ces perturbations avaient été un vif stimulant

pour l'activité nationale et il en résulta une grande activité dans toutes les catégories d'entreprises industrielles et commerciales qui leur fit réaliser de gros bénéfices. L'année 1925 vit l'arrêt complet de cet essor.

B. — *Période de Révalorisation (1924-1928).*

En août 1924, le cours des changes avait commencé à baisser tout doucement. Quant aux prix, ils ne commencèrent à diminuer qu'en février 1925. Tous deux baissèrent alors très fort. Il est naturellement difficile de trouver les raisons de cette hausse de la valeur de l'argent. On pourrait l'expliquer par la limitation des crédits et l'amélioration de la balance commerciale, mais elle était en réalité due à l'action de la spéculation étrangère, suivie du rapatriement des capitaux norvégiens. L'afflux de valeurs à change amenait la hausse de la couronne et par contre-coup, la diminution des prix. L'indice des prix de gros, qui était en février de 281, était tombé en décembre de la même année à 220. L'indice du coût de la vie passa dans le même laps de temps de 271 à 234.

Comme toujours en période de déflation, les salaires et tous les autres éléments du prix de revient ne pouvaient pas s'adapter aussi rapidement au nouveau cours de la couronne.

Comment donc allait-on faire pour exporter une production aussi considérable ? Les circonstances économiques générales n'étant guère favorables, on ne put conjurer l'éclosion d'une crise économique assez sérieuse.

Cette situation difficile, qui est la conséquence inévitable de la hausse de la devise et de la baisse des prix, amena en septembre la constitution d'une commission chargée de rechercher les moyens d'une stabilisation de la couronne. Elle examina s'il était préférable de stabiliser à la parité-or d'avant-guerre ou s'il valait mieux stabiliser à un cours plus bas, quitte à en venir à un fractionnement de la couronne. Le 23 janvier, elle proposa une stabilisation aussi près que possible du niveau de l'époque et elle déclara qu'il fallait d'abord voir les résultats de cette première expérience avant de décider si l'on devait ramener ou non la couronne à son ancienne parité-or.

Quant à la circulation fiduciaire de la Banque de Norvège, elle avait diminué au cours de cette année : la moyenne est de 368,5 millions en 1925, contre 378,7 en 1924. Cependant, les prêts avaient diminué bien plus, passant de 2.449 à 2.292. Le taux de l'escompte fut abaissé pour la première fois en mai à 6 % et plus tard à 5 1/2 et 5 %.

Pendant l'année 1926, la vie économique a subi l'influence de la hausse de la couronne. Les prix de gros ont baissé de près de 21,7 % en 1925 et le cours du dollar de 25 %. En 1926, le niveau des prix de gros est tombé de 214 à 184, soit une baisse de 14 % et le cours du dollar de 4,915 à 4,00 soit 16,6 %. La vie a aussi baissé, mais moins... L'indice n'a diminué que de 14,3 % en 1925 (259 à 220) et 7,8 % en 1926 (220 à 201).

Ce mouvement ne s'est pas effectué pendant tout le cours de l'année 1926 d'une façon uniforme, tant en raison de la spécu-

lation que de la politique suivie. Le cours de la livre et du dollar est stable (livre 23,86-23,88. Dollar 4,915-4,895) de novembre 1925 à Janvier 1926. En février, la couronne commence à remonter. Cette hausse dure jusqu'en juin, où le cours de la livre est de 22,20 ; le 12 octobre, intervient une nouvelle hausse et le 18 novembre on cote 18,80. Puis une nouvelle réaction porte la livre à 19,30, soit 94 % de la valeur-or de la couronne. La valeur de la couronne est donc passée de 76 à 94 %.

Cette amélioration est le résultat de la politique suivie. Comme on l'a vu dans l'examen de la situation financière en 1925, la commission des changes proposa en septembre 1925, une stabilisation de la couronne, aussi près que possible du niveau d'alors. Il s'écoula cependant longtemps avant que l'on put amener la couronne à ce niveau. D'abord, le 11 juin, la Chambre approuve un accord entre le Ministre des finances et la Banque de Norvège, donnant à celle-ci le contrôle du marché des changes pour enrayer la baisse de la couronne et ce, sur les conseils de la « Commission des changes ». Ceci fut bien accueilli par la presse et le public qui espéraient qu'ainsi la devise serait rapidement ramenée au pair. Cette décision jointe à d'autres éclaircissements donnés sur la politique des changes du gouvernement, en même temps que la devise danoise approchait du pair, entraîna pendant le 1<sup>er</sup> semestre de 1926 un mouvement d'opinion favorable à la hausse de la couronne et à son rapprochement à la parité-or.

La Banque de Norvège devait maintenir le cours de 22,20

de juin à octobre mais, pour ce faire, elle dut recourir aux grands moyens. La spéculation étrangère et indigène à la hausse de la couronne fut si forte que l'on fut alors obligé de baisser le cours de base de 22,20 précédemment choisi. C'était d'ailleurs aussi la conséquence de la vente d'une quantité considérable de valeurs étrangères que les exportateurs norvégiens cherchaient à liquider.

Pendant tout le cours des années 1927 et 1928 et jusqu'à l'époque de la stabilisation, la situation économique générale, de même que la situation financière de la Norvège, continuent de s'améliorer.

Les prix de gros passent de 184 en décembre 1926 à 166 en décembre 1927 et 162 en avril 1928. Pendant l'année 1927 la baisse a donc été un peu inférieure à 10 % tandis qu'en 1926, elle avait été de 14 % et en 1925 de 21 %. Mais elle permettait aux prix de gros norvégiens de se rapprocher du standing mondial qui s'établissait au début du printemps de l'année 1928 entre 145 et 155, suivant les pays, l'Allemagne (140) et la France (125) exceptés.

Parallèlement à la baisse générale des prix, on assistait à la hausse de la valeur de la couronne. La livre sterling valait 19,02 en janvier 1927, 18,340 en décembre de la même année et 18,25 en avril 1928. Aux mêmes époques, les cours du dollar s'établissent à 3,92, 3,758 et 3,74.

Encore accélérée par la hausse du taux de l'escompte à 5 % en novembre 1927 et à 6 % le 2 février 1928 (5 1/2 % à partir

du 27 mars), la régression du volume total des crédits mis à la disposition de la nation se poursuivait. Voici quelle fut la situation de la Banque de Norvège pendant ces deux années :

|               | Circulation<br>fiduciaire. | Portefeuille<br>commercial. | Débiteurs<br>divers. |
|---------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------|
| Janvier 1927  | 319                        | 454                         | 309                  |
| Juin 1927     | 322                        | 303                         | 129                  |
| Décembre 1927 | 328                        | 245                         | 76                   |
| Avril 1928    | 321                        | 275                         | 125                  |

Cependant le commerce extérieur ne parvenait pas à s'améliorer et pour l'année 1927, la balance du commerce et la balance des comptes de la Norvège furent débitrices. En 1927, les importations s'élevèrent à 984 millions de couronnes tandis que les exportations ne dépassaient pas 684 millions. Le déficit était donc de 300 millions de couronnes. Il ne fut couvert qu'à concurrence de 180 millions par les produits du fret. Pendant cette année la dette de la Norvège s'était donc accrue de 120 millions.

Malgré cette circonstance défavorable, les résultats de la politique de déflation, que la Norvège avait délibérément suivie depuis 1924, furent définitivement sanctionnés par la stabilisation de la couronne à l'ancienne parité-or, le 1<sup>er</sup> mai 1928.

---

# L'UNION MONÉTAIRE SCANDINAVE

## I

Par une convention monétaire du 18 décembre 1872 signée à Copenhague, le Danemark a contracté l'Union monétaire avec la Suède et la Norvège.

Cette convention a été confirmée par la loi danoise du 23 mai 1873 et par la loi suédoise du 27 mai 1873.

Aux termes de cette convention, les monnaies des trois pays unis sont admises à circuler dans toute l'étendue de l'union ; elles doivent se baser sur l'étalon d'or avec monnaies d'argent subsidiaires à bas titre.

Pour faciliter les relations monétaires entre les trois pays, cette convention monétaire de 1872 fut complétée par d'autres conventions conclues entre les instituts d'émission des Etats signataires, sur la libre circulation des billets et le régime des traites.

### LA LIBRE CIRCULATION DES BILLETS DE BANQUE DANS LES PAYS SCANDINAVES.

La convention monétaire de 1872 ne donnait cours légal sur tout le territoire des trois Etats Scandinaves qu'aux pièces d'or émises par l'un quelconque d'entre eux. Mais pratique-

ment les billets circulèrent librement à l'intérieur de l'Union. Au fur et à mesure que les billets « étrangers » faisaient retour aux banques centrales, celles-ci les échangeaient entre elles contre leurs propres billets.

Le solde dont l'une quelconque d'entre elles restait redevable envers les autres était couvert par un envoi d'or ou par un règlement en devises étrangères.

Déjà, avant la guerre, ces règlements de comptes à l'intérieur de l'Union monétaire scandinave étaient défavorables au Danemark.

Le montant des billets danois, retour de Suède, s'accrut d'après les statistiques de la Banque Royale de Suède de 15 millions de couronnes en 1910, à 35 millions en 1914, tandis qu'au cours de cette dernière année, le retour des billets suédois cessait d'être effectif.

Avec la Norvège, les échanges de billets se balançaient pour la plus grande partie et la différence, qui d'ailleurs était en faveur de la Banque de Norvège, ne donna lieu qu'à de faibles envois d'or, environ 5 millions annuellement.

Cette situation défavorable pour le Danemark n'était nullement la conséquence du résultat des relations commerciales entre le Danemark, la Norvège et la Suède. Elle tenait à ce fait que le Danemark se procurait en Suède et en Norvège les livres et les dollars dont il avait besoin pour payer les denrées alimentaires et les produits fabriqués qu'il importait.

Comme le montre le tableau ci-contre, la balance du com-

merce présentait un léger excédent dans les relations du Danemark et de la Norvège et une insuffisance du même ordre dans les relations commerciales de ce pays avec la Suède.

|            | SUÈDE<br>en millions de couronnes | NORVÈGE<br>en millions de couronnes |
|------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| 1912 ..... | — 21,4                            | + 17,8                              |
| 1913 ..... | — 19,3                            | + 19,6                              |
| 1914 ..... | — 34,3                            | + 11,9                              |
| 1915 ..... | — 27,0                            | + 4,9                               |
| 1916 ..... | — 49,1                            | + 29,3                              |
| 1917 ..... | — 22,5                            | + 73,8                              |
| 1918 ..... | — 23,0                            | + 81,7                              |
| 1919 ..... | + 38,1                            | + 92,2                              |
| 1920 ..... | + 115,5                           | + 118,7                             |
| 1921 ..... | + 17,8                            | + 45,1                              |
| 1922 ..... | — 20,0                            | + 70,5                              |
| 1923 ..... | + 16,6                            | + 36,5                              |
| 1924 ..... | + 39,5                            | + 23,3                              |

A l'automne 1914, la situation se modifie légèrement. Le cours du sterling était moins élevé au Danemark que dans les deux autres pays : ceux-ci cherchèrent à se fournir en devises étrangères à Copenhague. Tandis que pour l'exercice 1913-1914 le retour des billets suédois n'était que de 359.000 couronnes, il s'éleva à 7 millions 1/2 de couronnes pour 1914-1915.

Mais bientôt on en revient aux conditions antérieures. Le cours de la livre sterling est désormais plus élevé au Danemark

qu'en Suède et en Norvège. Ceci explique que les billets danois se portent dans ces deux pays pour l'acquisition de valeurs étrangères à meilleur compte.

Durant l'année bancaire 1914-1915, la Banque Nationale de Danemark dut décharger la Banque Royale de Suède de plus de 53 millions de couronnes de billets danois et la Banque de Norvège de plus de 10 millions de couronnes. Pour solder ces comptes, la Banque Nationale dut envoyer à la Suède plus de 13 millions 1/2 d'or et 17 millions 1/2 à la Norvège.

Dans l'année qui suivit, le mouvement de billets fut à peu près le même et le Danemark envoya à la Banque de Norvège pour environ 15 millions d'or.

Pour mettre fin à cette situation, la Suède, en l'espèce la Banque Royale, établit ses cours d'achat de la devise danoise au-dessous du pair. Cette mesure ne pouvait pas être critiquée, parce que, d'après la convention monétaire, les billets ne pouvaient pas légalement servir de moyens de paiement en dehors du territoire national, quoique jusqu'alors, pour faciliter les relations monétaires entre les deux pays, le contraire eût été admis dans la pratique.

Le but de la Suède était ainsi de chercher à réduire ses importations d'or, mais surtout d'empêcher la circulation fiduciaire suédoise de comprendre des billets danois.

#### LE RÉGIME DES TRAITES A L'INTÉRIEUR DE L'UNION MONÉTAIRE SCANDINAVE.

Pour compléter la convention de 1872 établissant l'Union

monétaire, les trois instituts d'émission scandinaves conclurent en 1885 un accord déterminant le régime des traites et effets de commerce tirés par l'un d'entre eux sur l'un quelconque des deux autres. Celles-ci étaient payées pour leur valeur nominale sans déduction d'aucun « droit de change ».

Cependant, étant donné que le montant des traites ainsi émises ne s'équilibrait pas entre les trois pays, mais que le montant des traites tirées par le Danemark sur la Suède et la Norvège d'une part et par la Norvège sur la Suède d'autre part était toujours plus important que le montant des traites émises par la Suède sur les deux autres pays, les trois instituts d'émission décidèrent de mettre fin à cette situation paradoxale en 1905.

Aux termes de la nouvelle convention, signée cette même année, ces banques s'engageaient à percevoir un « droit de change » sur les traites qu'on leur présenterait à l'escompte ou au paiement. Ce fut ce qu'on a appelé le « disagio ».

Ce droit de change s'établissait à un taux plus ou moins élevé suivant l'importance du solde débiteur qui apparaissait après compensation des valeurs équivalentes. Il traduisait la moindre valeur de l'une quelconque des couronnes par rapport à l'autre.

Pour le Danemark, de 1/4 ‰ pour les années 1910 et 1911, il s'était élevé ensuite à 1/2 ‰ et en 1912 à 1 ‰. Au milieu de la guerre, quand se posa le problème de l'or, le taux du disagio s'accrut encore. Le disagio du Danemark sur la Suède

de 1 % le 1<sup>er</sup> août 1916, était déjà monté à 7 % à la fin de l'année et il passa par un premier maximum de 8 % en janvier 1917, pour redescendre à 4 % en mars. En juillet 1917, il était de 11 %. A la même époque, le disagio sur la Norvège s'accrut de 1 à 3 %. A partir du 1<sup>er</sup> octobre 1918, les couronnes suédoises et norvégiennes sont cotées à Copenhague et il n'est plus question de « disagio ».

## II

Telle était la situation monétaire générale à l'intérieur de l'Union scandinave, lorsque la Suède décida de réagir contre les conséquences financières nées pour elle du fait de la guerre.

Comme nous l'avons exposé précédemment (1), la balance du commerce extérieur de la Suède lui était exceptionnellement favorable. L'équilibre de sa balance commerciale et de sa balance des comptes, se réalisait par les envois de grandes quantités d'or des belligérants. Considérant la baisse de la valeur de l'or, la Suède voulut en 1916 arrêter chez elle les importations d'or.

Les versements en or ont une tendance directe à accroître le volume des moyens de paiement et par conséquent à faire hausser le niveau général des prix. « Les paiements en nature ont l'effet opposé d'augmenter la quantité des marchandises (le total des moyens de paiement restant le même) et par consé-

(1) Cf. Introduction et début de la Suède.

quent de tendre à faire baisser le niveau des prix en Suède » (1).

C'était non seulement pour parer à une hausse des prix que la Suède voulait éviter de nouveaux paiements en or, mais aussi parce qu'elle manquait de marchandises. « En se refusant à recevoir de l'or, elle faisait hausser le change suédois en Angleterre par la difficulté où elle mettait les importateurs anglais de trouver des moyens de règlement.

Elle espérait ainsi que le gouvernement anglais accorderait un plus grand nombre de licences d'exportation pour la Suède, ce qui aurait fourni des denrées à ce pays et des devises suédoises au marché des changes anglais.

L'Angleterre ne s'est pas prêtée, semble-t-il, à cette politique et la mesure est restée sans succès. L'encaisse de la Banque Royale de Suède a continué à grossir et les importations à diminuer (2) ».

La loi du 8 février 1916 suspendit l'obligation pour la Banque Royale de Suède de remettre en échange de l'or déposé à son compte à la « Monnaie » des pièces de 10 ou de 20 couronnes. Jusqu'à cette époque la Banque Royale de Suède rachetait les lingots au prix de 2.480 couronnes par kilogramme d'or fin moins 0,25 % pour frais de frappe.

Mais l'application pure et simple de cette loi ne suffit pas à assurer l'interdiction effective des importations d'or.

En vertu de l'Union monétaire scandinave, les pièces d'or

(1) Avis donné par le professeur Cassel à la Banque Royale de Suède en janvier 1916.

(2) RIST : *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 188, la note.

danoises et norvégiennes conservaient cours légal en Suède. C'est ce qui permit aux belligérants de rendre inefficace la politique d'exclusion de l'or adoptée par la Suède. Il leur suffisait en effet d'apporter de l'or en Norvège et au Danemark et, après l'y avoir fait frapper, de l'introduire en Suède.

Aussi en avril 1916 un accord fut-il conclu par la Suède avec le Danemark et la Norvège touchant la suspension de la libre frappe de l'or. Ces deux derniers pays prirent à leur tour la résolution d'interdire les importations étrangères de l'or. Il fut dès lors impossible aux pays étrangers de tourner les dispositions d'exclusion de l'or prises par la Suède.

\*  
\*\*

Mais le Danemark et la Norvège continuèrent à frapper de l'or pour leur propre compte et à l'envoyer en Suède parce que leurs monnaies avaient diminué de valeur par rapport à celle de la Suède. Ils réussissaient ainsi à se procurer des couronnes suédoises au pair, sans subir la perte au change. La dépréciation s'élevait, en effet, en février 1917 à 7 % pour la monnaie danoise et à 5 % pour la monnaie norvégienne (1).

C'est cette indésirable importation de pièces d'or scandinaves qui décida la Banque Royale de Suède à inviter le gouvernement à négocier avec le Danemark et la Norvège pour arrêter cette importation.

Il s'agissait de supprimer l'article 9 de la convention moné-

(1) Voir supra la question du disagio.

taire qui avait pour effet de « donner cours légal dans les trois royaumes aux pièces d'or frappées en conformité des règles de la convention » (1).

Cette suppression devait entraîner celle de l'article 13 (dont l'application avait été suspendue déjà par la Suède pour son propre compte par la loi du 8 février 1916) concernant le droit d'obtenir des pièces d'or en échange de lingots d'or déposés à la Monnaie (1).

A cet effet une conférence comprenant, outre les chefs des trois Banques Centrales, les représentants des trois gouvernements et un autre représentant de chaque pays, se tint à Stockholm le 17 avril 1917. Seule une suspension de fait des articles 9 et 13 de la convention monétaire, résulta de cette conférence.

L'Union monétaire scandinave subsistait nominalement, mais les mesures financières prises par la Suède en accord avec la Norvège et le Danemark l'empêchaient de jouer. Etant donné qu'il s'écoula un certain délai avant l'application de ces mesures, elles ne furent efficaces qu'à partir de l'automne de 1917. « La monnaie suédoise devint alors un étalon de papier sans rapport avec l'or (2) ».

Le professeur Cassel signale en outre qu'en dépit de sa politique d'exclusion de l'or, la Banque Royale de Suède, ne cessa

(1) Extraits de la lettre adressée le 10 février 1917 par la Banque Royale de Suède au gouvernement suédois.

(2) CASSEL : *La monnaie et le change après 1914*, traduction Georges LACHAPELLE, p. 104.

pas de prendre l'initiative volontaire d'acheter de l'or et sans doute à des prix inférieurs à l'ancienne parité » (1).

Il indique enfin que la politique de la Banque Royale de Suède, consistant à préférer une couverture de la circulation de ses billets en devises étrangères portant intérêts au lieu de réserves d'or improductives, fut en réalité une erreur (2). « La perte d'intérêts qui en aurait résulté, en effet, eût été insignifiante par rapport aux sommes énormes que la Banque dut plus tard passer par profits et pertes, du chef de ses devises étrangères » (3).

\*  
\*\*

Le tableau suivant, donnant à Stockholm, à Oslo et à Copenhague le cours moyen annuel du dollar, permet de comparer les différences de valeur des trois couronnes scandinaves de 1915 à 1921.

|                | Suède | Norvège | Danemark |
|----------------|-------|---------|----------|
|                | —     | —       | —        |
| 1915 .....     | 3,86  | 3,91    | 3,90     |
| 1916 .....     | 3,50  | 3,55    | 3,52     |
| 1917 .....     | 3,13  | 3,32    | 3,24     |
| 1918 (4) ..... | 3,09  | 3,28    | 3,45     |
| 1919 .....     | 3,96  | 4,11    | 4,70     |
| 1920 .....     | 4,92  | 6,30    | 6,47     |
| 1921 .....     | 4,46  | 6,81    | 5,80     |

(1) CASSEL : *La monnaie et le change après 1914*, traduction Georges LACHAPELLE, page 104.

(2) *Op. cit.*, p. 106.

(3) *Op. cit.*, p. 109.

(4) C'est à partir de 1918 seulement que les couronnes danoise et norvégienne furent cotées à Copenhague.

On peut constater que la couronne suédoise se tient toujours plus haut que les deux autres devises scandinaves. L'intérêt qu'il y eut pour la Suède à prendre l'initiative d'une suspension de l'Union monétaire apparaît donc clairement. Nous savons qu'elle l'obtint en 1917 et la tenue de sa devise par rapport à celles de ses voisins montre qu'elle ne s'est pas trompée.

En 1918, pour obtenir un dollar (dont la parité est 3,73), il suffisait de 3,09 couronnes suédoises. En 1919, il en fallait 3,96 et 4,92 en 1920.

Les changes danois et norvégien subissent dans la même période des variations analogues. La valeur de ces deux devises néanmoins est toujours inférieure à celle de la couronne suédoise. De même que leur appréciation par rapport au dollar fut moindre que celle de la couronne suédoise leur dépréciation fut ensuite de beaucoup supérieure.

Pour le Danemark la dépréciation la plus forte fut atteinte en 1920 avec le cours moyen de 6.47 (1). La couronne norvégienne fut cette année-là moins dépréciée puisque son cours moyen fut de 6,30 (2).

Mais en 1921, alors que les changes suédois et danois s'améliorent respectivement, la couronne norvégienne continue à baisser avec le cours moyen de 6,81 pour le dollar (3).

(1) Cours extrême 7,68 à la fin de l'année.

(2) Cette constatation ne vaut qu'en ce qui concerne le cours moyen, car le dollar valut jusqu'à 7,70 au plus haut en 1920.

(3) Cours extrême 8,45. La couronne danoise ne fut jamais aussi dépréciée que la couronne norvégienne.

Puis les cours des trois devises scandinaves s'améliorent. Il est vrai que le *cours moyen* de la couronne norvégienne par rapport au dollar fut cependant de 7,20 en 1924. Mais les cours extrêmes étant cette année-là 7,61 et 6,59, il serait inexact de se baser sur le cours moyen pour conclure à une dépréciation plus forte de la couronne norvégienne pendant l'année 1924.

\*  
\* \*

A l'heure actuelle l'Union monétaire scandinave subsiste toujours, au moins nominalement, n'ayant jamais été dénoncée (1).

En fait, elle est restreinte à la circulation des pièces d'or de 10 et de 20 couronnes, qui ont conservé cours légal dans toute l'étendue de l'Union monétaire.

En conséquence, un paiement en pièces d'or norvégiennes ou danoises peut être valablement effectué en Suède où ces pièces sont acceptées pour leur valeur nominale sans passer par le marché des changes.

La situation est différente s'il s'agit d'un paiement effectué en billets. En effet, au 26 mars 1930, les cours des changes à Stockholm s'établissent ainsi :

100 couronnes danoises = 99,72 ½ couronnes suédoises.

100 couronnes norvégiennes = 99,67 ½ couronnes suédoises.

Les couronnes danoises et norvégiennes sont donc légèrement dépréciées par rapport à la couronne suédoise.

(1) Voir dans *l'Information* du 10 août 1928, sous la signature de M. Albert Despaux, un article sur le rétablissement de l'Union monétaire Scandinave.

Bien que ne représentant qu'un très faible pourcentage, cette dépréciation suffit néanmoins à expliquer que la Suède ait intérêt à passer par le marché des changes pour tout paiement à recevoir en billets des deux autres pays, plutôt que de les accepter pour leur valeur nominale. L'intérêt du Danemark et de la Norvège étant actuellement en sens contraire de celui de la Suède, on s'explique facilement que dans la pratique ces deux pays puissent accepter pour leur valeur nominale les billets suédois.

---



## CONCLUSION

---

En l'espace de trois années, les trois pays scandinaves étaient donc revenus à la stabilité monétaire. La Suède avait retrouvé la première une situation monétaire normale. Le Danemark et la Norvège la suivirent de près, l'un et l'autre le 1<sup>er</sup> mai 1928.

Malgré une situation monétaire tendue depuis la fin des hostilités et plusieurs essais infructueux en vue du redressement de leur monnaie dépréciée, la stabilisation a été opérée au pair.

A l'heure actuelle, la valeur des trois couronnes par rapport à l'or est redevenue sensiblement la même qu'en 1914 (1).

Un semblable redressement, pour des pays actifs et laborieux il est vrai, mais ne pouvant cependant pas prétendre pouvoir disposer de toutes les ressources de pays comme la France, l'Angleterre et l'Allemagne, s'est-il fait sans heurts et sans sacrifices ?

Dans les chapitres réservés à l'étude particulière de chaque monnaie, nous avons vu que le relèvement n'avait pas pu s'opérer d'emblée, la Suède exceptée, car celle-ci bénéficie d'une situation économique privilégiée de par la présence sur son sol de richesses minérales considérables et d'une réserve inépuisable.

(1) Se reporter au chapitre concernant l'Union Monétaire Scandinave.

sable de forces hydro-électriques. Il a fallu vaincre les résistances et surtout briser la spéculation internationale.

N'a-t-il pas fallu faire des sacrifices ? Apparemment, non. Puisque les couronnes conservaient leur valeur initiale, il n'y avait aucune amputation de capital.

Cependant, le fait d'avoir voulu stabiliser au pair a plongé ces trois pays, comme tous ceux qui depuis la guerre ont voulu suivre la même politique monétaire, dans une foule de difficultés, que nous nous bornerons à signaler. Il faut noter les deux principales : le malaise bancaire et le chômage.

Au moment de la stabilisation, l'inflation des crédits n'était pas complètement résorbée, il subsistait donc à l'horizon une sorte de point noir qui menaçait un jour ou l'autre de venir troubler l'édifice monétaire restauré. Les conséquences n'ont pas manqué de se faire sentir et sous l'effet de la spéculation et de la baisse du cours de quelques marchandises et matières premières, de nombreuses faillites se sont produites ; des maisons de commerce d'abord, des banques ensuite. A l'heure actuelle, quoique la situation se soit améliorée, tout n'est pas encore rentré dans l'ordre sur ce point.

La seconde conséquence de la stabilisation au pair fût l'apparition d'une crise de chômage sans précédent. Avec leur couronne revalorisée, les pays scandinaves en vinrent à fabriquer trop cher et à perdre de ce fait une grande partie de leurs débouchés extérieurs.

Cependant, sur ce point, il convient de tenir compte des deux

circonstances suivantes. D'une part, les conditions de la production dans les pays scandinaves ne sont pas particulièrement favorables de par le fait d'une civilisation très avancée et des habitudes de luxe et de confort contractées à l'époque particulièrement propice de la guerre, les salaires dans ces pays sont, sans conteste, considérablement plus élevés que dans tous les autres pays européens. Cette cause d'infériorité est surtout sensible dans des pays qui doivent, en grande partie, orienter leur production vers l'extérieur.

D'autre part, depuis la fin de la guerre, les principaux clients habituels des pays scandinaves, l'Angleterre, l'Allemagne et la Russie, se sont trouvés eux aussi dans des circonstances économiques défavorables. Leur commerce extérieur s'est ralenti et leurs importations ont été plus restreintes.

Le temps seul permettra d'apprécier les circonstances économiques particulières des cinq dernières années et de mesurer les conséquences heureuses ou fâcheuses de la stabilisation au pair.

VU

*Le Président,*  
William OUALID.

VU :

*Le Doyen de la Faculté,*  
BERTHÉLEMY.

VU

ET PERMIS D'IMPRIMER  
*Le Recteur de l'Académie de Paris,*  
CHARLÉTY.



## BIBLIOGRAPHIE

---

*Annuaire statistique du Danemark*, édité par le Bureau Central de statistique du Ministère des Finances Danois (Années 1913 à 1928).

*Annuaire statistique de la Suède*, édité par le Bureau Central de statistique du Ministère des Finances Suédois (Années 1913 à 1928).

*Annuaire statistique de la Norvège*, édité par le Bureau Central de statistique du Ministère des Finances Norvégien (Années 1913 à 1928).

*Bilans annuels de la Banque Nationale de Danemark.*

*Bilans annuels de la Banque de Norvège.*

*Bilans annuels de la Banque Royale de Suède.*

*Bulletin mensuel du Bureau Central de Statistique du royaume de Norvège.*

*Bulletin de statistique et de législation comparée.*

CASSEL (Gustave) : *La monnaie et le change après 1914*, traduit de l'anglais par Georges LACHAPELLE. Giard, Paris 1923.

« *Dyr Tid og Seddeloverflode* » (*Vie chère et inflation*). Stockholm.

DECAMPS (J.) : *L'or et les règlements internationaux pendant la*

guerre. Berger-Levrault, Paris 1918. — *Les changes étrangers*. Alcan, Paris 1922.

*Economisk Oversik (Revue Economique)*, éditée par le Ministère du Commerce, Stockholm.

*Les Finances de l'Etat (Norvège)*, pour les exercices 1913-1914 à 1925-1926, édité par le Bureau Central de Statistique. Oslo 1926.

GRAND (E.) : *Bibliographie financière d'après-guerre*. Ricout-Chevillet et Cie, Paris 1927.

*L'Information financière, économique et politique*. Paris.

KAUFFMANN : *Arbitrage, Banknotes et monnaies*. Paris 1912.

LESCURE (Jean) : *Le redressement économique et financier de la France* (Extrait de la *Revue Economique Internationale*). Goemaere, Bruxelles 1925.

*Memorandum sur les balances des paiements et les balancées du commerce extérieur*, édité par la Société des Nations. Genève 1927.

*Monnaies et Banques Centrales de 1922 à 1925*, édité par la Société des Nations, Genève 1925.

*Mémoire relatif au règlement financier entre le Danemark et l'Allemagne, par suite de la rétrocession du Slesvig au Danemark*. Mémoire déposé à la Conférence de la Paix du 5 mai 1919.

*National Okonomisk Tidskrift* (64<sup>e</sup> livre, 4<sup>e</sup> livraison), Ejnar COHN : « De Skandinaviske papirkroner under verdenskrigen » (*Revue Economique Nationale* : « La couronne papier scandinave, pendant la guerre »),

- QUALID (William) : *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*. Sirey, Paris 1927.
- Rapports annuels de la Compagnie de l'Est Asiatique Danois*.
- Résumé rétrospectif de statistique*, édité par le Bureau Central de statistique du Ministère des Finances de Norvège, Oslo 1926.
- Revue Economique de Suède*, publiée par le Ministre des Affaires étrangères. Stockholm.
- RUBOW (Axel) : *National Bankens Historie (1878-1908)* édité par la Banque Nationale, Copenhague, 1920. (Histoire de la Banque Nationale du Danemark).
- RIST : *Les Finances de guerre de l'Allemagne*. Giard, Paris 1921.
- Samling af love og Bestemmelser vedrorende National Banken*, Copenhague 1880. (Somme des lois et décrets concernant la Banque Nationale).
- SERVAIS (E.) : *Les Banques d'émission* (4<sup>e</sup> édition). Chez l'auteur, Paris.
- La Situation économique et financière*, Paris.
- Statistiske efterretninger udgivet af det statistiske centralburo* (années 1921 à 1927). Comptes rendus statistiques mensuels, édités par le Bureau Central de statistique (Danemark).
- Statistiske meddelelser udgivet af det statistiske centralburo* (années 1921 à 1927). Comptes rendus statistiques mensuels, édité par le Bureau Central de statistique (Suède).
- TRAMPE BROCH (Jens) : *La législation norvégienne récente concernant l'administration publique des banques*. Rousseau, Paris 1926.

USSING (Doctor) : *National Banken 1914-1924*. Copenhague 1927.

(*La Banque Nationale 1914-1924*).

WULFSOHN ET VERNLE : *L'évasion des capitaux allemands*.

Société anonyme d'édition, Paris 1923.

WELLHOFF (A.) : *Le projet d'emprunt forcé norvégien de 1920*.

Giard, Paris 1923.

YOVANOVITCH (A.) : *Les théories de l'économiste Cassel* (Thèse,

Paris 1923).

---

## TABLE DES MATIÈRES

---

|                    | Pages. |
|--------------------|--------|
| INTRODUCTION ..... | 5      |

### LE DANEMARK

|                                                                        |   |
|------------------------------------------------------------------------|---|
| CHAPITRE PRELIMINAIRE. — Situation géographique<br>et économique ..... | 9 |
|------------------------------------------------------------------------|---|

#### Première Période : 1914-1919.

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| CHAPITRE I. — Valeur externe de la couronne danoise.... | 15 |
| SECTION I. — De juillet 1914 à avril 1915 .....         | 15 |
| SECTION II. — D'avril 1915 à la fin de la guerre .....  | 29 |
| CHAPITRE II. — Valeur interne de la couronne danoise..  | 39 |
| CHAPITRE III. — Ecart des parités du pouvoir d'achat... | 51 |

#### Deuxième Période : De 1919 à la stabilisation.

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| CHAPITRE I. — Les années 1919 et 1920 .....                              | 55 |
| CHAPITRE II. — De 1921 à la stabilisation de la couronne.                | 67 |
| SECTION I. — Les difficultés financières des années<br>1921 à 1923 ..... | 68 |
| SECTION II. — Le retour à une situation économique<br>normale .....      | 76 |

**LA SUÈDE ET LA NORVÈGE**

|                                                        | Pages.     |
|--------------------------------------------------------|------------|
| CHAPITRE I. — Situation géographique et économique.... | 85         |
| CHAPITRE II. — La Suède .....                          | 91         |
| SECTION I. — 1914-1919 .....                           | 91         |
| § 1. Valeur externe de la couronne suédoise ....       | 91         |
| § 2. Valeur interne de la couronne suédoise ....       | 94         |
| SECTION II. — Les années d'après-guerre .....          | 98         |
| CHAPITRE III. — La Norvège .....                       | 105        |
| SECTION I. — 1914-1919 .....                           | 105        |
| SECTION II. — Les années d'après-guerre .....          | 108        |
| § 1. Période de dévalorisation (1919-1924) .....       | 108        |
| § 2. Période de revalorisation (1924-1928) .....       | 114        |
| <b>L'UNION MONÉTAIRE SCANDINAVE .....</b>              | <b>119</b> |
| CONCLUSION .....                                       | 133        |
| BIBLIOGRAPHIE .....                                    | 137        |
| TABLE DES MATIÈRES .....                               | 141        |







